

証 研

レポート



No.1549

1997年8月

証券決済におけるフェイル慣行について

二上季代司（1）

普通社債発行とメインバンク（1） 松尾 順介（11）

『中華人民共和国会社法』について（1）

—有限責任原則と有限責任会社（有限会社）の設立を中心に—

王 東明（30）

アメリカの市場間競争と自主規制機関

清水 葉子（45）

公開価格決定と引受業者の機能 岡村 秀夫（54）

財団法人 日本証券経済研究所

証券決済におけるフェイル(Fail)について

一上 季代司

証券決済における「フェイル(Fail)」とは、決済日に売り方が証券を引き渡せない何らかの事情が起きた場合に、相手方に「フェイル」の宣言をして、引き渡しの不履行を承認してもらい、承認した相手側は代金を支払わないでよいという契約ないし慣行をいう。その間、フェイルした側は現金を受領しないのであるから、その間の運用利子相当分を失い、他方、相手側は株券を受け取るまで無利子で代金を運用することが出来る。このようなフェイルは、海外では慣行として制度化されているが、わが国には制度として整つたものはない。フェイルの制度がわが国市場関係者の関心を呼んだきっかけは、昨年九月に債券先物取引で九月物の受け渡し用最割安銘柄がレポ市場で大量に借り入れられたために品薄となり、債券先物の決済が混乱する可能性がでたという事件である。もしフェイルの制度があれば、この様な混乱が起きなかつたであろうという訳である。

また、このよ⁽¹⁾うな特異な事件を抜きにしても、フェイルを引き起こすような事情はいくらでも起⁽²⁾こりうるし、近年、その可能性⁽³⁾ますます高まつていて、⁽⁴⁾いうのは、世界的に見て、証券取引の決済リスクを縮小させる観点から決済期間(約定から決済までの期間)を短縮させる傾向が支配的となつてゐるからである。⁽¹⁾他方、国際分散投資の高まりにより株式、債券ともに外人投資が増えており、時差の関係で欧米からの引き渡しはさらに九時間から四時間⁽²⁾短縮される。これに加え、国債取引では利子の源泉徴収制度の制約があつて非居住者はいまだに紙への決済を行つており、時間がかかるシステムが併存している状態である。そこで、フェイルを制度と批判もある。

して認めてはどうか、という考え方がでてくる。もし、認めないと安心して「空売り」が出来ずマーケットメイカーはヨリ多くの在庫を持ちする必要が生じ、流動性を低下させ、国債の場合にはイールドカーブを変則的なものにしてしまう⁽²⁾。他方、無制限なフェイルを認めてしまふと、事実上の未決済残高が積みあがり、決済リスクの縮減という世界的な傾向、目的に反する可能性がでてくるし、売り投機を助長するのではないかという批判もある。

そこで、この小稿ではフェイル導入の是非を議論する前提として、欧米とわが国における決済システムにどのような違いがあるか、を簡単に整理してみたいと思う。つまり、ここで問題にするのはフェイル導入の前提条件は何か、ということである。

1 株式決済の場合

(1) 日本の株式決済

まず最初に、取引所取引における決済の仕組みを見よう。日本では、取引は、立ち会い終了後に、取引所の関係部署が集計を行う。翌日(T+1)、各証券会社で照合、確認が行われたあと、取引所が銘柄ごと、会員ごとに引き渡し株数と受け取り株数を差し引きする(多角的清算、マルチラテラル・ネットディング)。他方、代金の方は、引き渡し、受け取りの総額をネットディングし、一本の受け払い戻を計算する。

そこで問題となるのは、株券の渡し方の相手(受け手)の特定である。ネットディングの結果、個々の会員業者にとって株券の受け渡しの相手は特定できなくなる。そこで取引所は「指定表」なるものを作成し、渡し方の相手を指定する。その指定基準は、額の大きい順に並べ、同額のもの同士を組み合わせることによつて、できるだ

会員別	渡し超(株)	会員別	受け超(株)
A	10,000	a	7,000
B	7,000	b	6,000
C	5,000	c	5,000
D	3,000	d	4,000
		e	3,000
合計	25,000	合計	25,000

け受け渡し件数を少なくする、というものである。例えば、ある銘柄について、ネットディングの結果が次表のようであつたとする。この場合、Aはaに七〇〇〇株、Bはbに六〇〇〇株、Cはcに五〇〇〇株、Dはeに三〇〇〇株、残株についても同様に付け合わせていく。」の指定表に基づいて、決済日に株券が受け渡しされる。証券保管振替機構の口座振替を利用する場合には、この指定表が同機構に送付され、これに基づいて会員口座間で株式の移転（貸記、借記）が行われる。

(2) アメリカの株式決済

これに対しても、アメリカでも同じようにマルチラテラル・ネットディングが行われているが、日本のように取引所が「指定表」を作成するということがない。というのは、アメリカでは、日本と違つて清算機関が存在するからである。アメリカでは取引が行われると、会員業者は約定データをNSCC (National Securities Clearing Corporation)⁽⁴⁾に送り、そこで照合、確認が行われた後、NSCCがネットディングシステムを通じて、銘柄(1)と、会員(2)とに引き渡し株数と受け取り株数の差し引き計算ならびに代金の受け払い戻の計算を行う。その際、NSCCが受け払いの相手方となるため、受け渡し件数は一本にまとまる。また、ネット額を一本にまとめるために、「精算値段」が使われる。すなわちNSCCはネットティングの計算の際には妥当と考えられる「精算値段」を用いて、すべての取引を一本値で計算する。

しかる後に実際の約定値段と精算値段との差額を調整金として代金に加減する。したがつて、証券の集中保管機構であるDTC (Depository Trust Company) には会員業者の他、NSCCも口座を持っており、渡し方の会員からNSCCの口座にまず株券が移転され、しかる後にNSCCの口座から受け方の会員口座に移転される。

このように清算機関が介在することのメリットの一つはCONS (継続清算方式、Continuous Net Settlement) が可能になる」とである。CONSとは、決済日に何らかの事情で会員業者が引き渡しを行わなかつた（つまりフェイルした）場合、その未決済残高は翌日に持ち越され、その日の決済額と相殺できるといふのである。この場合、フェイルの相手は自動的にNSCCとなり、NSCCも代金を支払わない。また、未決済部分はその日の精算値段で値洗いされて調整金が加減される。

このよくなことが可能なのは、NSCCが売買の当事者の間に入る」とによりフェイルのリスクを負担しつつ、値洗い制度によつてそのリスク管理を行つてゐるからであり、かつ株券の受け渡しと代金の支払いがその当事者とNSCCとの相対（アイタイ）的な支払い関係に一本化されているために、DVP（証券と代金の同時引き替え、Delivery versus Payment）が容易になるからである（DVPになつていなければ、株券の引き渡し不能に対して代金の支払い拒否で対抗できない）。

(3) DB制度

しかし、そこで再び、日本に戻つて、それなら、日本の取引所取引では受け渡しの遅延は許されないのか。先ほどの例で見ると、もし、Aが一万株を引き渡せなければ、指定表によればa（およびその他）がその相手方にな

るが、aはこれに応じなければならない義務はない。本来、受け方の会員業者a以下は渡し方会員A以下全員に對して受け取るべき権利があり、その権利は平等である。したがって、Aの引き渡し不履行はAに關わる売り買
いすべての取引を除外した上で改めてネットティングを行うことになる（繰り戻し、Unwind）。しかし、こうな
ると、大きな混乱を伴うので、實際には、指定表に基づく相手方に遅延を承認してもらわざるを得ない。すなわ
ち、渡し方Aは有価証券引渡票（Due-Bill）を発行してaに交付し、便宜的に仮の決済をしておき、DB発行
の四日目以内に株券の引き渡しを行う。その際には、その代金相当額を取引所に預託し、相手には借り株料そ
の他を支払う。

さて、このDB制度は、フェイルとどこが違っているか。まず、このDB制度は、本来は、郵送の溝滞、名義
書換の遅延などやむを得ない事由で決済に間に合わない場合に、取引所にその事由を説明したうえでなされるも
ので、渡し方が選択的に取りうるものではない。また、指定表に基づく相手方は便宜的に決済の相手方とされて
いるだけで、DBの受け取りを承認する義務はない。また日本では、株券の受け渡しと代金の引き渡しは同じ日
に行われるが、DVPになつていい。したがつて、代金は取引所相手に最初のネット計算額で支払われてしま
つている。DBの交付を受けるaは、Aにたいして貸し株を行つてことになり、新たな与信が発生する。ア
メリカのように清算機関が介在する場合と比べてリスク管理が不十分だといえよう。

2 国債の場合

以上、株式で述べたことは、本質的に債券についても当てはまる。債券は店頭取引が主であつて、いわば相
対取引である。したがつて、約定相手と決済相手は同一であるはずだから、フェイルしようと思えば、約定相手

に承認してもらえばよいのである。しかしながら、事はそう簡単ではない。というのは、国債の決済も一種のネ
ットティングが行われており、その際に清算機関に当たるものがないからである。

(1) 日本の国債決済

国債の決済は国内居住者分については日銀が提供する金融ネットワークシステム（いわゆる日銀ネット）国債
系を通じて行われる。⁽⁷⁾ 決済の対象は登録国債と振決債である。⁽⁸⁾ 日銀ネットでは登録国債の移転登録、振決債の口
座振替請求とも、当事者の一方からオンライン入力により行われる。前者の場合は、買い方が売り方から伝達さ
れたMAC⁽⁹⁾（Message Authentication Code、メッセージ認証子）とともに請求内容を端末入力する。後者
では売り方側から振り替え請求の端末入力が行われる。この入力情報に基づいて、日銀では決済前日（T+2）
までに、送信された取引について各参加者ごとに買い受けた取引を先に記録してから売りつけの取引を記録して
いく（受け先記帳の原則）。そして参加者の口座残高がマイナスにならない限り⁽¹⁰⁾、決済日（T+3）の午後三時
の時点ですべての登録変更（口座移転）を実行する。これが集約処理または時点ネット処理と言われるものであ
る。九四年六月以降、日銀ネット国債系は当座預金系とリンクしており、DVPが可能になっている。

しかし、ここで注意すべきは、時点ネット処理では、決済前日までに受け付けた取引はすべて同時請求があつ
たものとみなされる。ここでは順序性の概念が否定されている。従つて、店頭取引であり、アイタイ取引である
にもかかわらず、決済の相手は特定できないのである。⁽¹¹⁾ ここから、時点処理ではフェイルが不可能であるとの考
え方が出てくる。市場参加者の觀点からは、日銀が「赤残防止ルール」を設けているので、フェイルがしにくく
ようすに映る。もしフェイルをすれば、代金は入つてこず、当座預金口座は赤字になる恐れがあるからだ。しかし、

たとえ赤残防止ルールを修正したとしても現在の時点処理ではフェイルは無理である。それは、フェイルの相手を特定できないからである。

したがつて、フェイルが可能になる条件としては、国債の受け渡しと売買代金の日銀当座預金での決済を一件（じゅんせんやくする）に決済する方法、いわゆるRTGS（即時グロス決済、Real Time Gross Settlement）への以降を待たなければ不可能だと考える方が出でくる。

しかし、日銀のRTGSへの移行は早くして西暦1000年まで待たねばならない。また、フェイル慣行を制度化する条件としては必ずしもRTGSでなければならないというわけではなく、株式決済のところでもみたように、フェイルの相手を特定できることと、DVPが可能である」と、かつフェイルのリスクを管理するとの二点が備わつていれば可能なのではなかろうか。国債のRTGのところでも、アメリカでさえ文字どおりのRTGSは行つていない。日中に頻繁に売買される銘柄については多くの売買当事者の間で取引の連鎖が生じているのであり、厳格なRTGSを強制するとドミノ式のシステムクリスクが発生するからである。そこで最後に、アメリカの国債決済のケースを見よ。

(2) アメリカの国債決済

アメリカでは日銀ネット国債系の手本となつたフェッドワイヤー（Fed Wire）を通じて、財務省証券は口座振替の方法で移転される。すなわちフェッドワイヤーの参加者は連銀内に証券口座と資金口座をもつていて、自己勘定もしくは顧客勘定で国債の取引を行つた場合、売り手側が連銀に入力指示を行ふ。これに基づき連銀は取引翌日（T+1）に参加者間の証券口座の振り替えによって証券の移転を、資金口座の振り替えにより資金の移転をDVPペレスで行う。証券口座の赤残は認められず、振り替え指示は直ちに否定される。

ハリド注意すべしは、フェッドワイヤーを通じる決済の七割以上が三大クリアリングバンクス（旧Manufacturers Hanover, Bank of New York, ■ Securities Pacific）に集中しており、この三行が事実上の清算機関の役割を果たしている。また、前掲の清算機関NSCCが政府債の清算機関として八六年に子会社GSOC（Government Securities Clearing Corporation）を設立、このGSCCがプライマリーディラーの国債取引のネットティングを行い、彼らの国債取引はGSOCを相手とする決済一件にまとめられている。

右記の三行はシェアが高いこともあって、自行内部で顧客の決済のマッチングが行われる確率は高い。また、自己勘定のポートフォリオまたは顧客玉を使って証券貸し付けやレポも活発に行つていて、清算機関であるGSOCと、これら三大クリアリングバンクスが事実上の清算機関となってフェイルの相手方となり、フェイル慣行を支えていくのではないかと考えられる。

3 小括

冒頭で見たようにフェイル慣行が注目されたのは昨年九月の債券のスクイーズ（踏み上げ）であった。しかも債券の売買回転は速く、そのうえ日本版レボ市場も出来ていて、債券の受け渡し件数は飛躍的に増えるはずで、フェイルの必要性は株式よりも債券の方が高いであろう。RTGSはフェイル制度導入の前提条件ではあるが、不可欠のものではなく、清算機関的な存在こそが必要ではないかというのがこの結論であった。しかし、それでもないとすると、フェイルが起りそうな取引は日銀ネットから取り消して個別に対処せざるを得ない。その

際にはフェイルに対するペナルティや、フェイルを受けた側のリスク管理に関するルールが必要になつてくるであろう。

(参考文献)

- 1 公社債引受協会「欧米債券決済制度調査団報告書」、一九九〇年。
 - 2 日本証券業協会・公社債引受協会「債券決済制度の改善について」、一九九四年。
 - 3 「決済システムを巡る海外の動き」『日本銀行月報』一九九五年一〇月。
 - 4 デビット・M・ワイズ著(野村総合研究所訳)『ウォール・ストリートのバックオフィス業務』野村総合研究所、一九九六年。
 - 5 淀田康之「証券決済制度のあり方について」『財界観測』一九九六年一月。
 - 6 中島将隆「日本における債券貸借市場の再編成」「証券経済研究」一九九六年一一月。
 - 7 松尾順介「社債決済制度改革と流通市場」「証券経済研究」一九九六年一一月。
 - 8 守山昭男「決済システム」(小村衆統ほか『金融システム論』多賀出版、一九九七年、所収)
- 注
- (1) わが国もこの四月から、国債の決済日は株式と同様に約定後四日目(下+3)に移行している。
 - (2) マーシャル・ギットラ「債券受け渡しについての日米の考え方」「公社債月報」一九九七年一月。
 - (3) 代金の相手は取引所であり、支払い超の会員は取引所宛に小切手を振り出し、受け取り超の会員は取引所から小切手を受け取る。
 - (4) NSCCはNYSE、AMEX、NASDが各三分の一づつ出資する株式会社組織の証券清算会社である。
 - (5) 「CNSを支える原理の一つは、清算機関が売買の当事者の間に入り、個々の照合済みの取引の相手方になることにある」(グループオブサーティ「世界の証券市場における決済システム(仮訳)」資本市場研究会、一九八九年、三二ページ)。なお、この場合にはNSCCはショートポジションに陥るので、DTCC内のネットワークを使って株を借りてくるか、受け方会員のなかからフェイルに応じてくれる相手を探してくることになる。
 - (6) 債券の取引所取引の場合は、株式の場合とほぼ同じである。ただ、DB制度では、債券の場合、代金相当額を取引所に供託するのではなく、受け方に提供する、という違いがある。
 - (7) 冒頭でも見たように非居住者は日銀ネットを利用しておらず、買い手を空欄にした登録変更請求書等を交換している。このような取引は国債売買高の三〇%を占めるという(『日経公社債情報』一九九七年四月二二日)。
 - (8) 登録国債は日銀が登録機関となり、日銀の管理する国債登録簿に名義人が記載されることで始めて所有権が確認される。他方、振込債は、日銀が受寄機関となり国債を集中保管し、日銀内におかれた所有者口座間の振り替えにより所有権が移転されるものである。
 - (9) MACとは日銀がオンライン先に配布した秘密のキーによつて作成される暗号番号であり、それが真正なものであるかどうかチェックすることにより、売り手の意思確認が行われる。
 - (10) マイナスになると、日銀は移転または登録変更の請求を拒否する。
 - (11) 紙ベースの移転登録では、買い手が移転登録請求書を提出し、他方、売り手が登録済み証と移転承諾証を提出する。これに基づいて登録機関は両者の意思を確認しつつ移転登録を行う。従つて、登録済み証の流れを辿つていけば、決済の順序ははつきりするし、決済相手も歴然としている。しかし、この方法では多大な時間とコストがかかるというので、オンラインベースの処理に移した結果、今度は違つた困難に遭遇しているわけである。

普通社債発行とメインバンク（1）

松尾 順介

1 はじめに

国内普通社債の発行が依然として拡大を続け、今年四一六月の発行額は二兆一九五〇億円と四半期ベースで過去最高額を記録し、年間発行額も過去最高となることが見込まれている。同時に、銀行系証券子会社の普通社債市場での引受シェアの拡大も続いている。一九九六年度の引受シェアは金額ベースで三六%を占め、前年度二五%を大きく上回り、大手四社シェアが七五%から六二%へと低下したのと対照的な結果となっている。

ところで、このように短期間のうちに急速にシェアを伸ばしている銀行系証券子会社であるが、その引受活動については、親銀行との間にメインバンク関係を有する企業を中心に引受主幹事を獲得しているといわれ、いわゆるファイバー・ウォール規制違反ないしその疑いの強い案件も指摘されている。しかし、その反面で社債による調達資金は金融機関からの借入金返済に充当されており、資金調達の直接金融シフト、いわゆる銀行離れも指摘されている。銀行系証券子会社の活動は親銀行のメインバンクとしての影響力に支えられながらも、その影響力を低下させる側面をもつており、いわば利益相反関係にあるともいえる。本調査は、この銀行およびその証券子会社と事業会社との関係を社債発行という側面から考察するものである。調査対象期間は、九四年秋の都銀系証券子会社の本格的参入以降であるが、年単位でデータが集計できるのは、実質的に九五年度と九六年度しかないため、この二年間を対象とする。

まず今回のレポートでは、九五年度の国内普通社債発行企業を対象として行った以下の調査結果を報告する。

すなわち、（1）銀行系証券子会社を主幹事として国内普通社債発行を行った企業のメインバンク関係、（2）社債発行と金融機関借入金および長期借入金の増減、（3）銀行系証券子会社を主幹事とする社債発行と当該親銀行からの長期借入金の増減、である。なお、本調査は有価証券報告書に基づくものであるため、未公開会社は対象から除外した。また、対象とする企業のほとんどは九六年三月末決算であり、調査対象期間は九五年四月から九六年三月となり、その期間の社債発行を対象としたが、一部に同年一月、二月および五月決算、あるいは九五年一月および一二月決算会社を含んでいる。その際は、調査対象期間を決算対象期間となる一年間とし、当該期間の社債発行について調査した。また、本調査では業種別比較と格付別比較を行ったが、その際業種分類は取引所のコード（一〇〇〇番台・建設、二〇〇〇番台・食品、三〇〇〇番台・織維、など）を利用し、格付別比較では公社債引受協会「公社債月報」の月次別銘柄表の格付（ただし、複数の格付機関から相異なる格付を取得している場合は高格付を選択した）を利用した。最後に、九六年度の調査結果については、引き続き次号で報告する予定である。

2 社債主幹事とメインバンク関係

通常、銀行系証券子会社は親銀行のメインバンク関係を梃子に引受主幹事を獲得しているといわれるが、この点から考察しよう。

九五年度に国内普通社債発行を行った企業のうち有価証券報告書提出義務のある公開会社は一一四社あるが、そのうち対象期間中に一回以上銀行系証券子会社を主幹事とした起債を行った会社（以下、これを簡単に銀行系

主幹事会社とよぶこととする)は、七五社(全体の六〇%)である。その反面、対象期間中に一回も銀行系証券子会社を主幹事とせず、大手四社ないし準大手・外資系のみを主幹事として起債を行った会社(以下、これを単に非銀行系主幹事会社とする)は、四九社(同四〇%)である。また、起債件数ベースでは、全起債二六〇銘柄のうち、銀行系証券子会社を主幹事とする起債は、九三銘柄であり、全体の約三六%を占めている。これら銀行系主幹事会社は、主幹事に任命した銀行系証券子会社の親銀行、すなわちメインバンクないしサブバンクとの程度関係を持つていてるかを考察しよう。

一般に、メインバンクと企業の関係を考察する際、融資額ないし融資順位、株式保有ないし大株主順位、役員派遣などが指標として用いられるが、融資関係は後節で詳しく述べるので、ここでは役員派遣と株式保有関係を見てみよう。

まず、役員派遣についてみると、銀行系主幹事会社七五社中は引受主幹事に任命した銀行系証券子会社の親銀行から役員派遣関係があるのは四四社約五九%であり、平均〇・八人の役員派遣を受け入れている。これは、非銀行系主幹事会社がそのメインバンクとされる銀行から役員派遣を受け入れている会社が一二四社約四九%であり、平均〇・七五人の役員派遣を受け入れてることと比較すると、幾分それを上回っている。次に、同じく親銀行の持ち株比率をみると、銀行系主幹事会社は全社において主幹事に任命した証券子会社の親銀行が一〇位以上の大株主になっており、その保有株式比率は平均三・九六%である。これは、非銀行系主幹事会社の場合、そのメインバンクとされる銀行の平均持ち株比率三・五一%を上回っている。ただし、大株主順位でみると、銀行系主幹事会社の場合、その親銀行は平均三・四位であり、非銀行系主幹事会社のそれが三・五位であり、それほど差はない。したがって、銀行系主幹事会社の方が、その親銀行とのメインバンク関係がより強いことがわかるが、その差はあまり顕著ではない。

その理由は、第一にこの調査の対象期間が一年間であり、通常メインバンク関係が強いとされる企業も单年度では銀行系証券子会社を主幹事とした起債を行っていないことである。例えば、アサヒビール、古河電気、アドバンテスト、ジャスコなどはそれぞれのメインバンクとの関係が強いと思われるが、銀行系を主幹事とした起債はこの年度中にはない。しかし、前二者は次年度にはメインバンクの証券子会社を主幹事とした起債をおこなつており、いわば従来の大手四社とメインバンク系とを交互に主幹事としている。第二に、銀行系証券子会社が引受市場で浸透してきたことが指摘できる。例えば、ターゲットディールのような発行会社と機関投資家とを一对一で結び付ける起債方式では販売力は引受主幹事獲得競争のポイントにはならず、発行条件だけが主幹事選定のポイントとなるため、過去に販売実績のない銀行系が多く手がけていることがあげられる。また、分割発行が増加しているように、発行会社は本来一銘柄の起債を年限だけをえて、大手四社を主幹事とした起債とメインバンクの証券子会社を主幹事とした起債とに分割し、二銘柄ないし三銘柄として発行している。これは、親銀行側がメインバンクとしての影響力を行使したか、あるいは発行会社側がメインバンクとの関係維持を重視したことによるものと考えられる。したがって、非銀行系主幹事銘柄では四九件一〇六銘柄(約五六%)を占めている。また、ターゲット・ディールや分割発行は一銘柄あたりの平均起債額を小さくさせるため、銀行系証券子会社の主幹事銘柄は平均発行額が約一四〇億円と、非銀行系主幹事銘柄の平均二五〇億円をかなり下回っている。

次に、より細かく銀行系主幹事会社とメインバンクの関係を業種別に見てみよう。表一によると、役員派遣については、機械・電気一・四五人、輸送用機器・精密機器一・〇人でかなり高く、表3と比較すると明らかに

表1 銀行系主幹事会社とメインバンクの関係（業種別）

業種	社数	役員派遣数(平均)	持ち株比率(平均)	大株主順位(平均)
建設	6	0.5	4.07	3.33
食品	1	1	4.56	1
繊維	3	0.67	3.43	3.67
化学・医薬品	2	0.5	4.795	2.5
石油・ガラス・鉄鋼・金属	18	0.72	4.09	3.35
機械・電気	11	1.45	4.20	2.73
輸送用機械・精密機器	7	1	4.44	3
卸売業・小売業・金融・不動産	16	0.81	3.84	3.55
運輸・電力・ガス・通信・サービス	11	0.55	3.37	4.36
全 体	75	0.82	3.96	3.41

(注) 役員は会長、社長以下全役員、監査役を含む。

表2 銀行系主幹事会社とメインバンクとの関係（格付別）

格付	社数	役員派遣数(平均)	持ち株比率(平均)	大株主順位(平均)	格付	社数	役員派遣数(平均)	持ち株比率(平均)	大株主順位(平均)
AAA	4	0	3.06	3.50	AAA	4	0	3.06	3.50
					AA+	6	1.17	4.30	2.50
AA	27	0.85	3.94	2.97	AA	8	0.38	4.11	3.25
					AA-	13	1.0	3.72	3.00
					A+	6	1.5	3.7	4.7
A	31	0.91	4.21	3.68	A	13	0.77	4.20	3.33
					A-	13	0.77	4.53	3.43
					BBB+	3	1.00	2.71	4.33
BBB	13	0.77	3.52	3.62	BBB	7	1.00	3.80	3.00
					BBB-	3	0	3.70	4.33
全 体	75	0.82	3.96	3.41		76	0.82	3.96	3.41

(注1) 同一銘柄の社債が複数の異なる格付を取得している場合は、高格付を採用した。

(注2) オリックス債は、銘柄によって格付A債とA+債があるため、分類上2社として扱われている。

表3 非銀行系主幹事会社とメインバンクの関係（業種別）

業種	社数	役員派遣数(平均)	持ち株比率(平均)	大株主順位(平均)
食品	4	1	4.48	3.25
化学・医薬品	2	0.5	5.15	3
石油・ガラス・鉄鋼・金属	4	0.75	3.51	3.55
機械・電気	9	0.89	3.71	2.88
輸送用機械・精密機器	2	0.5	4.37	2.75
卸売業・小売業・金融・不動産	10	1.2	3.73	3.78
運輸・電力・ガス・通信・サービス	18	0.44	2.74	3.46
全 体	49	0.75	3.50	3.46

うに、同業種の非銀行系主幹事会社がそれぞれ〇・八九人、〇・五人であるので、これを大きく上回っている。このことは、持ち株比率についても、同様にこれらの業種が四・二〇%、四・四四%と高くなつており、これらも業種でメインバンク関係を梃子とした主幹事獲得が多いといえる。

第三に、同じく銀行系主幹事会社とメインバンクの関係を格付別に見たものが表2である。これによると銀行系主幹事会社のうち、A格が役員派遣、持ち株比率、大株主順位のいずれにおいても高く、この格付の社数が最も多いが、他方表4に見られるように非銀行系主幹事会社の場合もこの格付の会社の役員派遣数および持ち株比率が最も高く、格付別データには銀行系と非銀行系の顕著な相違は見られない。

まず、普通社債発行会社の金融機関借入金残高（一社平均）を九四年度末と九五年度末で比較すると、三八六四億円から三七五六億円へと三五〇億円減少し、長期借入金は二六三九億円から二六〇五億円へと三五億円減少している。日本銀行『主要企業経営分析』によると、同期間の六四七社を対象とした調査では、長短借入金残高が一社平均三五億円減であり、そのうち短期借入金約一五億円減、長期借入金九億円減であるから、これと比較するとかなり大幅な減少となつてることがわかる。とくに業種別の借入金増減では、化学・医薬品・石油・ガ

ラス・鉄鋼・金属などの部門の減少率が高く、長期借入金増減では、機械・電気・輸送用機器・精密機器部門の減少率が高い（表5参照）。また、格付別では AAA 格の借入金の減少率が高いが、長期借入金では A 格の減少率が高い（表6参照）。

次に、これを銀行系主幹事会社と非銀行系主幹事会社とに分けて考察すると、借入金残高では銀行系主幹事会社は、一社平均 108 億円の減少であり、他方非銀行系主幹事会社も同 105 億円の減少であり、減少率もともに 11% であり、その両者にはほとんど差はない。また、これを前節同様に業種別に分類して考察すると（表7・表9 参照）、製造業では借入金全体についても、長期借入金についても、ほぼ同様の業種で減少率がみられ、その差はないが、卸売業・小売業・金融・不動産部門では、銀行系主幹事会社の残高の減少率が小さくなるに対し、非銀行系主幹事会社のそれがかなり高い。さらに、格付別でみると（表8・表10 参照）、AAA 格の借入金ないし長期借入金が増加傾向にあり、電力会社を中心に負債残高が増加していることが読み取れる。また、AA 格なしし A 格の会社が全体的に借入金および長期借入金返済率が高いが、銀行系主幹事会社の AA 格会社は長期借入金残高がほとんど変化していないとも読み取れる。そして、BBBB 格銘柄については、銀行系主幹事会社の増減率が借入金（マイナス 5%）および長期借入金（マイナス 6%）とともに減少しているが、逆に非銀行系主幹事会社は借入金（プラス 10%）および長期借入金（プラス 11%）と増加している。これは、ソフトバンクが非銀行系主幹事会社に属していることが大きく影響している。

4 社債発行と親銀行またはメインバンク借入金との関係

いいへや、圓頭に述べたように、銀行系証券子会社の主幹事獲得については、発行会社の社債手取金が親銀行

表4 非銀行系主幹事会社とメインバンクの関係（格付別）

（単位：百万円）

業種	会社数	昨年度借入金 （億円/頭数平均）	今年度借入金 （億円/頭数平均）	増減	増減率	昨年度融資 （億円/頭数平均）	今年度融資 （億円/頭数平均）	増減	増減率	昨年度融資 （億円/頭数平均）	今年度融資 （億円/頭数平均）	増減	増減率
格付	社数					格付	社数			格付	社数		
格付	社数					格付	社数			格付	社数		
AAA	10	0.30	2.73	4.11	+8.435	AAA	10	0.30	2.73	AAA	10	0.30	2.73
A.A.	11	0.55	3.70	2.96	-12%	A.A+	2	0.50	3.49	A.A+	2	0.50	3.49
A.A.	11	0.55	3.70	2.96	-12%	A.A-	5	0.20	3.22	A.A-	5	0.20	3.22
A	21	1.19	3.89	3.45	+2.96%	A+	3	0.33	3.27	A+	3	0.33	3.27
A	21	1.19	3.89	3.45	+2.96%	A-	7	1.29	4.33	A-	7	1.29	4.33
BBB	7	0.43	3.27	3.79	+8.6%	BBB+	1	0.00	0.82	BBB+	1	0.00	0.82
BBB	7	0.43	3.27	3.79	+8.6%	BBB	3	0.67	4.35	BBB	3	0.67	4.35
全 体	49	0.75	3.50	3.46	+4.8%	全 体	49	0.75	3.50	全 体	49	0.75	3.46

（注）同一銘柄の社債が複数の格付を取得している場合は、高格付を採用した。

表5 全社業種別借入金増減・金融収支（一社平均）

（単位：百万円）

業種	会社数	昨年度借入金 （億円/頭数平均）	今年度借入金 （億円/頭数平均）	増減	増減率	昨年度融資 （億円/頭数平均）	今年度融資 （億円/頭数平均）	増減	増減率	昨年度融資 （億円/頭数平均）	今年度融資 （億円/頭数平均）	増減	増減率
建設	6	301.213	264.064	-37.148	-12%	-8.435	-5.255	3.180	+38%	109.580	104.515	-5.064	-5%
食品	5	39.716	43.005	3.289	+8%	-5.552	-4.993	559	+10%	33.024	36.236	3.211	+10%
織維	3	48.218	48.838	621	+1%	2.070	2.296	225	+11%	59.254	41.205	1.763	-3%
化学・医薬品	4	134.515	115.875	-18.640	-14%	-3.976	-4.158	-182	-5%	96.115	85.580	7.831	-8%
石油・ガラス・鉄鋼・金属	22	223.017	194.663	-28.354	-13%	-9.119	-6.620	2.499	+27%	117.763	109.130	-8.633	-7%
機械・電気	20	99.168	99.319	150	0%	75	2.511	2.435	-32.2%	40.117	33.290	-6.827	-17%
輸送用機器・精密機器	9	108.223	101.046	-7.178	-7%	-7.124	-5.983	1.141	+16%	51.802	47.016	-4.785	-9%
鉄鋼・非鉄・金物・不動産	26	697.828	655.802	-42.026	-6%	-4.121	-1.044	3.077	+75%	378.872	358.155	-20.846	-6%
運輸・電力・ガス・通信・サービス	29	766.382	687.547	-78.834	-10%	-6.9017	-70.533	-1.515	-2%	547.400	564.044	16.645	+3%
全 体	124	386.459	375.625	-35.027	-9%	-19.838	-18.453	1.386	+7%	263.934	260.464	-3.497	-1%

表 6 全社格付別借入金・金融収支・長期借入金(一社平均)

(単位：百万円)

	会社数	94年度 借入金	95年度 借入金	増減	増減率	94年度 金融取支	95年度 金融取支	増減	増減率	94年度 長期借入金	95年度 長期借入金	増減	増減率
AAA	14	1,186,523	1,248,440	61,917	5%	-129,049	-132,614	-3,565	-3%	980,552	1,018,628	38,076	4%
AA	38	512,063	468,387	-122,624	-24%	-10,287	-6,103	4,184	41%	295,685	283,770	-11,915	-4%
A	52	215,851	205,562	-10,289	-5%	-4,587	-3,504	1,083	24%	122,700	111,236	-11,464	-9%
BBB	20	31,348	30,571	-777	-2%	-1,193	-870	324	27%	15,257	14,613	-643	-4%
全体	124	386,459	375,625	-35,027	-9%	-19,838	-18,453	1,386	7%	263,934	260,464	-3,497	-1%

表 7 銀行系主幹事会社業種別借入金・金融収支・長期借入金(一社平均)

(単位：百万円)

業種別	社数	94年度 借入金	95年度 借入金	借入金増減	増減率	94年度 金融取支	95年度 金融取支	増減	増減率	94年度 長期借入金	95年度 長期借入金	増減	増減率
建設	6	301,213	264,054	-37,148	-12%	-8,435	-5,255	3,180	38%	109,580	104,515	-5,064	-5%
食品	1	0	5,000	5,000	0%	207	91	-116	-56%	NA	NA	NA	NA
織維	3	48,218	48,838	621	1%	2,070	2,296	225	11%	59,254	61,898	2,644	4%
化学・医薬品	2	137,221	114,396	-22,825	-17%	-6,003	-4,932	1,071	18%	210,927	176,828	-34,099	-16%
石油・ガラス・鉄鋼・金属	18	254,938	221,541	-33,397	-13%	-10,513	-7,758	2,755	26%	138,769	129,389	-9,379	-7%
機械・電気	11	121,538	126,803	5,276	4%	-2,489	748	3,237	130%	52,313	45,613	-6,700	-13%
輸送用機器・精密機器	7	138,861	129,235	-9,626	-7%	-8,678	-7,206	1,472	17%	66,602	60,450	-6,153	-9%
鉄鋼・非鉄金属・不動産	16	730,602	713,534	-17,067	-2%	-4,925	-1,386	3,539	72%	404,650	398,812	-5,838	-1%
運輸・電力・ガス・水道	11	995,146	1,024,132	28,986	3%	-92,357	-94,281	-1,924	-2%	822,305	842,151	19,845	2%
全 体	75	417,899	407,025	-10,874	-3%	-18,793	-16,783	2,010	11%	278,474	275,722	-2,751	-1%

表 8 銀行系主幹事会社格付別借入金・金融収支・長期借入金増減(一社平均)

(単位：百万円)

格付別	社数	94年度 借入金	95年度 借入金	借入金増減	増減率	94年度 金融取支	95年度 金融取支	増減	増減率	94年度 長期借入金	95年度 長期借入金	増減	増減率
AAA	4	2,406,781	2,584,697	97,916	4%	-240,913	-245,676	-4,773	-2%	2,058,667	2,124,121	65,454	3%
AA	27	471,837	443,898	-27,939	-6%	-12,574	-7,686	4,888	39%	272,771	272,760	-11	0%
A	31	276,337	262,248	-14,089	-5%	-3,415	-2,163	1,252	37%	145,520	129,429	-16,091	-11%
BBB	13	39,010	36,937	-2,073	-5%	-1,485	-1,404	81	5%	18,832	17,651	-1,181	-6%
全 体	75	417,899	407,025	-10,874	-3%	-18,793	-16,783	2,010	11%	278,474	275,722	-2,751	-1%

表 9 非銀行系主幹事会社業種別借入金・金融収支・長期借入金(一社平均)

(単位：百万円)

業種別	会社数	94年度 借入金	95年度 借入金	借入金増減	増減率	94年度 金融取支	95年度 金融取支	増減	増減率	94年度 長期借入金	95年度 長期借入金	増減	増減率
食品	4	49,645	52,506	2,861	6%	-6,992	-6,265	728	10%	33,024	36,256	3,211	10%
化粧・医薬品	2	45,333	47,829	2,496	6%	-2,077	-1,931	143	-7%	22,321	24,817	2,496	11%
石油・ガラス・金屬	4	79,375	73,711	-5,663	-7%	-2,850	-1,501	1,349	47%	28,488	23,026	-5,462	-19%
機械・電気	9	71,840	65,726	-6,114	-9%	3,210	4,665	1,455	45%	26,118	17,824	-8,294	-33%
輸送用機器・精密機器	2	992	2,384	1,392	140%	-1,687	-1,705	-18	-1%	NA	NA	NA	NA
鉄鋼・非鉄金属・不動産	10	645,390	563,430	-81,960	-13%	-2,835	-496	2,339	82%	338,772	294,579	-44,192	-13%
運輸・電力・ガス・通運	18	459,915	481,857	21,942	5%	-54,754	-56,020	-1,266	-2%	379,402	394,040	14,688	4%
合 计	49	329,808	319,257	-10,551	-3%	-21,055	-20,665	390	2%	235,466	230,895	-4,571	-2%

表10 非銀行系主幹事会社業種別借入金・金融取支・長期借入金（一社平均）

(単位：百万円)

格付	会社数	94年度 借入金	95年度 借入金	借入金増減	94年度 増減率	95年度 金融取支	95年度 金融取支	94年度 増減率	95年度 借入金	95年度 借入金	増減	増減率	
AAA	10	666,419	713,937	47,518	7%	-84,307	-87,389	-3,082	-4%	549,305	576,431	27,125	5%
A.A.	11	883,526	528,495	-355,030	-40%	-4,672	-2,217	2,456	53%	356,789	313,130	-43,659	-12%
A	21	126,562	121,883	-4,679	-4%	-6,317	-5,484	833	15%	88,470	83,947	-4,522	-5%
BBB	7	17,118	18,749	1,631	10%	-653	122	775	119%	9,123	9,406	278	3%
全体会社	49	329,808	319,257	-10,551	-3%	-21,055	-20,665	390	2%	235,466	230,895	-4,571	-2%

表11 銀行系主幹事会社（業種別）親銀行長期借入金（一社平均）

(単位：百万円)

業種別	会社数	社債発行額	94年度 長期借入金	95年度 長期借入金	増減	増減率	返済率	親銀行数	94年度親銀行	95年度親銀行	増減	増減率	返済率
建設	5	11,000	109,580	104,515	-5,064	-5%	46.0%	5	14,802	12,898	-1,903	-13%	12.9%
織維	2	6,500	59,254	61,888	2,644	4%	-40.7%	2	10,506	10,315	-191	-2%	1.8%
化学・医薬品	1	10,000	210,927	176,888	-34,099	-16%	341.0%	1	34,010	26,956	-7,054	-21%	20.7%
石油・ガラス・鋳物・金属	16	16,500	147,436	137,472	-9,965	-7%	60.4%	18	11,026	9,611	-1,415	-13%	12.8%
機械・電気	10	11,800	52,313	45,613	-6,700	-13%	56.8%	10	2,634	2,142	-492	-19%	18.7%
輸送用機器・精密機器	7	14,750	66,602	60,450	-6,153	-9%	41.7%	8	7,198	6,326	-872	-12%	12.1%
自動車・外車・運送サービス	14	12,000	404,650	398,812	-5,838	-1%	48.6%	18	31,282	30,809	-473	-2%	1.5%
電力を除く	11	22,100	822,305	842,151	19,845	2%	-89.8%	14	33,306	35,453	2,147	6%	-6.4%
電力を除く	7	13,500	115,813	109,597	-6,216	-5%	46.0%	10	8,607	7,199	-4,408	-16%	16.4%
全体	66	14,750	286,911	284,077	-2,834	-1%	19.2%	76	18,958	18,526	-431	-2%	2.3%
電力を除く全体会社	62	12,200	172,604	165,364	-7,240	-4%	59.3%	72	14,730	13,662	-1,068	-7%	7.3%

からの借入金返済に拘りぬれば、場合によりいかれを条件に主幹事獲得を行つてゐる。したがつて、本節では銀行系主幹事会社については、社債発行と当該親銀行からの長期借入金増減との関係、また非銀行系主幹事会社については、通常そのメインバンクとなる銀行からの長期借入金増減との関係について考察する（ただし、財務諸表規則によつて、【有価証券報告書】に長期借入金明細表が開示されなくなつた会社や通常メインバンクを限定しないにて、一社を除外したため、銀行系主幹事会社六六社、非銀行系主幹事会社三七社を対象とする）。

まず、銀行系主幹事会社では、一社平均で長期借入金の増減は一八億円減（増減率マイナス1%）、うち親銀行からの借入金は約四億円（同マイナス1%）であるのに対し、非銀行系主幹事それぞれ九三億円（同マイナス5%）、一一四億円（同マイナス17%）とかなり高く、さらに電力を除くと、銀行系主幹事会社がそれぞれ七一億円（同マイナス4%）、一一億円（同マイナス7%）であるのに対し、非銀行系主幹事会社は一一三億円（同マイナス10%）、一一六億円（同マイナス11%）とより顕著に差がある。そして、仮に長期借入金減少額／社債手取金額を長期借入金返済率、親銀行（なしレメインバンク）からの長期借入金減少額／社債手取金額を親銀行（なしレメインバンク）長期借入金返済率として、数字だけでみると、銀行系主幹事会社は全体で長期借入金返済率は一九・一1%，親銀行長期借入金返済率は一一・三1%であるのに対し、非銀行系主幹事会社では長期借入金返済率は一一一・五%，なしレメインバンク長期借入金返済率は五・九%といなり、かなり高くなつてゐる。しかし、電力を除くと、全体の長期借入金返済率は、銀行系主幹事会社五九・一1%であるのに対し、非銀行系主幹事会社四一・四%と、銀行系主幹事会社が高く、親銀行長期借入金返済率も銀行系主幹事会社七・一一%であるのに対し、非銀行系主幹事会社は九・九%とその差はかなり小めである。

(21)

(22)

表12 銀行系主幹事会社(格付け別)親銀行長期借入金(一社平均)

(単位：百万円)

格付	会社数	社債発行額	借入金増減	金融取扱機関	91年度借入金	95年度借入金	増減	増減率	返済率	親銀行数	9年度親銀行 定期借入 長期借入	増減	増減率	返済率	
AAA	4	42,500	391,665	-19,091	8,234,669	8,406,483	261,814	3%	-61.0%	4	95,053	106,087	11,034	12%	-26.0%
AA	24	18,400	-30,235	5,566	272,771	272,760	-11	0%	0.1%	28	21,410	20,223	-1,187	-6%	6.5%
A	26	11,500	-16,444	1,670	204,757	176,024	-28,733	-14%	249.9%	34	17,047	13,995	-3,052	-18%	26.5%
BBB	12	7,800	-2,448	75	18,832	17,651	-1,181	-6%	15.1%	12	2,851	2,725	-126	-4%	1.6%
全体会	66	14,750	-11,983	2,344	286,911	284,077	-2,834	-1%	21.0%	78	42,496	41,823	-673	-2%	5.0%
電力を除く 金体	62	12,200	-19,073	2,803	172,604	165,364	-7,240	-4%	59.3%	72	14,730	13,662	-1,068	-7%	7.3%

表13 非銀行系主幹事会社(業種別) メインバンク長期借入金(一社平均)

(単位：百万円)

業種	社数	社債発行額	94年度借入金	95年度借入金	96年度借入金	97年度借入金	98年度借入金	99年度借入金	増減	増減率	返済率	親銀行数	9年度親銀行 定期借入 長期借入	増減	増減率	返済率						
食品	4	19,500	49,645	52,506	2,861	6,992	6,285	728	33,024	36,226	3,211	10%	-16.5%	3,202	3,142	-60	-2%	0.3%	0.50	468%	2.75	
化粧・医薬品	2	20,000	131,898	117,354	-14,454	-1,950	-3,384	-1,435	38,709	33,836	-4,883	-13%	-24.3%	5,201	4,557	-65	-12%	3.2%	0.50	474%	3.00	
石炭・天然資源	4	22,000	79,375	73,711	-5,663	-2,850	-1,501	1,349	28,468	23,026	-5,462	-19%	-24.8%	3,035	2,579	-37	-11%	1.6%	0.50	35%	4.25	
機械・電気	4	57,000	50,391	62,579	3,188	8,657	9,356	879	4,483	3,917	-547	-12%	-1.9%	919	644	-275	-39%	0.5%	0.75	397%	3.25	
汽船・鉄道	9	27,800	716,813	624,522	-92,322	-3,292	-655	-263	37,772	29,457	-4,419	-13%	-13%	159,026	27,482	-17,338	-10.44	-37%	36.5%	1.11	419%	2.78
機動車・船舶	14	61,300	339,387	405,537	16,201	35,432	38,204	16,277	303,801	308,937	5,135	2%	-8.4%	17,526	17,886	380	2%	-0.9%	0.36	328%	3.64	
(電力を除く)	9	33,700	141,179	142,271	1,105	-6,339	-9,259	-2,910	93,197	93,158	-39	0%	0.1%	4,939	3,895	-284	-7%	0.8%	0.33	312%	3.89	
総平均	37	41,700	349,156	332,330	-17,866	-14,441	-14,606	-165	265,584	197,212	-9,371	-5%	-22.5%	14,370	11,930	-2,440	-17%	5.3%	0.62	384%	3.32	
(効率) (電力を除く)	32	26,700	236,202	213,272	-22,930	-2,578	-2,403	176	114,302	102,977	-11,324	-10%	-42.5%	8,733	6,088	-2,645	-30%	9.9%	0.57	335%	2.89	
(平均) (効率)	32	26,675	236,202	213,272	-22,930	-2,578	-2,403	176	114,302	102,977	-11,324	-10%	-42.5%	8,733	6,088	-2,645	-30%	9.9%	0.57	335%	2.89	

表14 非銀行系主幹事会社(格付け別) メインバンク長期借入金(一社平均)

(単位：百万円)

格付け	社数	社債発行額	94年度借入金	95年度借入金	96年度借入金	97年度借入金	98年度借入金	99年度借入金	増減	増減率	返済率	親銀行数	9年度親銀行 定期借入 長期借入	増減	増減率	返済率					
AAA	8	104,375	581,533	603,375	21,712	-49,918	-55,388	-5,480	439,441	46,929	7,552	2%	-7,2%	35,351	21,179	826	3%	-0.8%	0.38	356%	3.75
(除む)	3	93,333	157,501	159,080	1,580	13,215	2,859	-10,356	33,695	29,747	-3,948	-12%	-4.2%	758	425	-333	-41%	0.4%	0.33	302%	4.67
AA	6	34,166	931,158	801,445	129,713	-553	1,384	2,377	415,092	360,001	-55,091	-13%	-161.2%	28,262	15,149	-13,114	-46%	38.4%	0.83	422%	3.00
A	17	19,941	151,781	148,467	-5,314	-7,511	-6,491	1,020	93,264	88,332	-4,903	-5%	-24.6%	8,533	7,501	-1,092	-13%	5.5%	0.71	415%	2.76
BBB	6	27,166	16,622	19,200	2,578	-673	260	932	8,615	9,738	1,123	13%	-4.1%	866	929	63	7%	-0.2%	0.50	388%	4.67
(平均)	37	41,700	755,288	717,959	-17,066	-28,799	-30,471	-165	266,584	197,212	-9,371	-5%	-22.5%	14,370	11,930	-2,440	-17%	5.9%	0.62	384%	3.32
(効率)	32	26,675	236,202	213,272	-22,930	-2,578	-2,403	176	114,302	102,977	-11,324	-10%	-42.5%	8,733	6,088	-2,645	-30%	9.9%	0.57	335%	2.89

(24)

XUの比率(%)に業種別に見ると(表11・表13参照)、銀行系主幹事会社の親銀行長期借入金返済率は、建設11.1・9.9%、化粧・医薬品11.0・7.9%、石油・ガラス11.1・8.9%、機械・電気1.8・7.9%、輸送用・精密機器11.1・1%、電力を除く運輸・電力・ガス部門1.6・4.9%、10.0~11.0%程度の返済率の部門が並ぶのにに対し

、非銀行系主幹事会社では、鉄売業・小売業・金庫・不動産部門の11.6・5.9%を除くと、0~11%程度の部門が並ぶ。また、効率を格付け別に見ると(表12・表14参照)、銀行系主幹事会社ではA格のメインバンク長期借入金返済率が11.6・5.9%と幅広いのがわかるが、非銀行系主幹事会社ではA.A格のメインバンク長期借入金返済率が11.8・4.9%と幅広いのがわかる。

表15 銀行系主幹事会社のうち親銀行長期借入金返済会社

(単位：百万円)

会社名	発行額	主幹事	格付け	94年度 借入金	95年度 借入金	借入金増減	94年度 金融収支	95年度 金融収支	金融収支 増減
1 オリックス	20,000	興銀	A	2,695,573	2,621,997	-73,576	-8,224	-4,130	4,094
2 鹿島建設	10,000	住友キャピタル	AA+	554,332	428,828	-125,504	-18,804	-12,035	6,769
3 三菱化学	10,000	三菱ダイヤ	AA-	274,442	228,792	-45,650	-12,262	-9,013	3,249
4 伊藤忠商事	20,000	長銀	AA-	2,520,136	2,442,804	-77,332	-13,631	-508	13,123
5 西部瓦斯	10,000	興銀	AA-	99,434	87,706	-11,728	-3,633	-2,698	935
6 日産自動車	20,000	富士	AA-	477,861	401,965	-75,896	-29,803	-21,487	8,316
7 日本精工	10,000	富士	A+	93,011	70,247	-22,764	-5,037	-4,766	271
8 日印シエル石油	15,000	第一勧銀	AA-	236,793	198,330	-32,463	-10,927	-6,570	4,357
9 日本钢管	30,000	富士	AA-	669,071	446,575	-222,496	-51,742	-36,493	15,249
10 日新钢管	20,000	三和	AA	143,265	102,923	-40,362	-5,326	-2,671	2,655
11 日本国際電気	10,000	三井信	BBB	129,957	120,850	-9,107	-4,027	-4,812	-785
12 日本航空	20,000	興銀	AA-	465,309	430,937	-34,472	-33,088	-35,828	-2,740
13 プラザ工業	6,000	さくら	BBB	12,461	7,183	-5,278	-833	-536	-297
14 日本郵船	10,000	三菱キャピタル	AA-	264,960	260,939	-4,011	-6,307	-6,510	-208
15 新日本製鉄	50,000	興銀	AA+	868,289	769,405	-98,884	-45,241	-30,773	14,468
16 日本セメント	10,000	富士	A	96,397	72,953	-17,444	-2,268	-2,357	89
17 ニコ、	10,000	三菱ダイヤ	A-	29,430	21,430	-8,000	-3,743	-3,341	402
18 東芝	3,000	さくら	BBB	14,313	14,314	-1	-341	-311	30
19 フジオーゼックス	3,000	あさひ	BBB	6,024	5,005	-1,019	-287	-213	74
20 日本経営企画	10,000	興銀	A-	118,174	89,969	-28,205	-5,253	-4,119	1,134
21 住友金属工業	20,000	住友キャピタル	AA-	671,746	626,910	-45,736	-39,992	-33,988	6,896
22 伊藤忠電機	10,000	興銀	BBB	42,513	35,750	-6,763	-2,031	-1,850	187
23 ダイビル	10,000	住友キャピタル	AA-	15,504	10,820	-4,684	-1,003	-756	247
24 東京電力	50,000	さくら	AAA	5,008,652	5,127,493	118,846	-512,636	-522,750	-10,114
25 ヤマト運輸	25,000	さくら	A+	33,180	21,820	-11,360	-2,759	-3,582	823
26 山崎重工業	10,000	第一勧業	A+	208,962	226,334	17,372	-7,890	-6,258	1,432
27 三菱電機	20,000	三菱ダイヤ	AA+	205,638	197,160	-8,478	-2,610	-1,489	-1,121
28 東京ドーム	20,000	第一勧業	A-	77,485	72,317	-5,169	-3,630	-2,935	695
29 三菱石油	20,000	三菱ダイヤ	A	113,725	113,859	-4,867	-19	-278	-297
30 川崎製鉄	20,000	長銀	AA	596,585	562,867	-33,718	-29,126	-26,886	2,240
31 住友金属鉱山	10,000	住友キャピタル	A	65,525	60,338	-5,187	-954	-698	256
32 パルコ	10,000	第一勧銀	A-	27,852	26,138	-1,700	-566	-405	161
33 日本電気	10,000	住友キャピタル	AA+	342,472	334,338	-8,134	-5,556	-37,156	30,590
34 沖縄電気工業	10,000	富士	A-	133,351	118,312	-15,039	-8,528	-7,675	853
35 日揮	5,000	さくら	A-	46,899	33,724	-13,175	-1,724	-1,476	-248
36 ザ・トーカイ	5,000	興銀	BBB	39,839	37,777	-2,062	-1,555	-1,099	456
37 日本橋箱子	10,000	住友キャピタル	A	28,477	26,260	-2,217	-649	4	653
(平均)	15,189			470,828	444,905	-25,923	-23,225	-20,439	2,786

(参考) 親銀行長期借入金增加会社

トーメン	10,000	東京スター	A	1,057,150	1,083,600	26,450	-12,374	-7,371	5,003
関西電力	40,000	興銀	AAA	2,245,794	2,450,768	204,974	-203,086	-193,387	9,699
大日本	10,000	三和	AA	426,708	437,937	11,229	-8,891	-4,697	3,994
イズミ	5,000	長銀	A	8,923	35,740	28,817	-607	-573	34
九井	20,000	富士	AA-	2,029,305	2,161,413	132,108	-6,456	-4,061	10,517
阪急不動産	5,000	三和	A	97,220	73,160	-24,060	-3,234	-2,711	523
三菱マテリアル	15,000	三菱ダイヤ	A	368,003	349,955	-19,048	-8,412	-5,927	2,485
トヨビーアイ	5,000	富士	BBB	74,815	63,870	-10,945	-4,050	-4,662	1,388
東北電力	50,000	興銀	AAA	1,150,487	1,194,233	43,746	-112,157	-127,441	-15,284
三井造船	20,000	さくら	BBB+	151,322	158,705	7,384	-4,810	-4,958	215
九州電力	30,000	興銀	AAA	1,542,191	1,566,290	24,096	-135,734	-132,126	3,392
ニチメン	10,000	三和	A	1,092,197	1,027,750	-64,447	-7,551	64	7,615
ゼクセル	12,000	興銀	A+	29,713	29,273	-440	-1,552	-1,253	299
日盛岩井	20,000	第一勧銀	A	1,869,180	1,704,964	-164,216	-14,542	-11,783	13,364
東光	10,000	あさひ	BBB	4,841	9,187	4,346	-19	12	31
サンデン	5,000	富士	BBB+	5,400	862	-4,538	-655	-927	-272
松坂屋	5,000	東急	A-	43,137	25,797	-17,340	-2,609	-2,277	332
東洋シヤッター	7,000	第一勧銀	BBB	6,126	4,048	-2,078	-436	-450	-14
アイワ	5,000	さくら	A-	15,500	26,750	11,250	-53	-302	339
住友電気工業	10,000	住友キャピタル	AA	33,595	26,490	-7,105	-2,746	-2,489	-257
キャノン	20,000	富士	AA	23,610	21,232	-2,378	-10,360	-11,885	-1,525
三菱電線工業	10,000	三菱ダイヤ	A-	18,563	18,461	-102	-10	-127	-117
インテック	10,000	三菱ダイヤ	BBB+	16,600	16,280	-320	-856	-932	-116
ニチイ	10,000	第一勧業	A+	89,322	80,861	-8,461	-2,361	-1,602	1,259
大日本建	20,000	富士	AA	64,629	560,646	-83,983	-20,348	-10,916	9,432
伊勢丹	10,000	三菱ダイヤ	A	64,840	53,120	-11,720	-4,219	-3,851	368
東レ	10,000	さくら	AA+	127,423	125,858	-565	7,602	8,097	495
日本石油	20,000	さくら	AA-	521,998	499,306	-22,692	6,349	6,194	-155
富士通	30,000	第一勧銀	AA+	445,718	563,021	117,303	-24,399	-18,343	6,056

94年度 長期借入金	95年度 長期借入金	増減	増減率	返済率	銀行	94年度親銀行 長期借入金	95年度親銀行 長期借入金	増減	増減率	返済率	役目	持株(%)	順位
1,394,721	1,082,103	-312,618	-22%	15,635	興銀	85,980	30,095	-55,884	-65%	27%	0	3.04	8
187,569	174,855	-12,714	-7%	127%	住友	50,680	35,080	-15,600	-31%	15%	1	4.83	1
210,927	176,828	-34,099	-16%	341%	三菱	34,010	26,956	-7,054	-21%	71%	1	4.59	3
1,377,812	1,579,655	201,843	15%	-100%	長銀	100,060	86,042	-14,016	-14%	70%			
5,4635	4,360	-1,102	-20%	110%	富士	5,525	600	-4,925	-89%	49%	0	2.48	9
255,416	223,340	-32,076	-13%	18%	富士	14,711	9,920	-4,791	-60%	44%	1	4.57	3
47,609	28,675	-18,934	-40%	18%	富士	3,000	0	-3,000	-100%	30%	2	4.93	4
86,844	70,037	-16,807	-19%	112%	第一勧銀	20,932	17,185	-3,746	-18%	25%	1	4.03	3
364,512	297,704	-65,808	-18%	22%	富士	7,493	6,440	-1,053	-16%	21%	0	3.75	2
65,286	60,924	-4,352	-7%	22%	三和	1,500	0	-1,500	-100%	15%	1	5.96	2
39,310	29,644	-9,666	-25%	97%	三井信	12,760	10,920	-1,840	-14%	18%	1	4.95	2
439,719	430,838	-8,881	-2%	44%	興銀	28,176	24,702	-3,474	-12%	17%	1	2.8	2
6,461	5,153	-1,308	-20%	22%	さくら	3,000	2,000	-1,000	-33%	17%	1	3.87	3
213,409	207,958	-5,441	-3%	54%	三菱	13,741	12,105	-1,636	-12%	16%	0	4.05	5
522,944	494,628	28,316	-5%	57%	興銀	46,500	38,532	-7,958	-17%	16%	1	3.3	2
41,687	30,993	-10,694	-26%	107%	富士	5,053	3,543	-1,510	-30%	15%	1	4.95	3
8,100	6,300	-1,800	-22%	18%	三菱	1,500	0	-1,500	-100%	15%	1	5.96	2
3,308	2,989	-319	-10%	11%	さくら	511	129	-382	-35%	13%	1	0.82	4
57,234	50,029	-7,205	-13%	72%	東海	11,876	10,681	-1,195	-10%	12%	1	3.39	6
393,007	322,998	-100,009	-25%	500%	住友	2,079	25	-2,054	-99%	10%	1	3.97	4
30,886	29,780	-1,105	-4%	11%	興銀	4,516	3,496	-1,020	-23%	10%	0	2.32	6
7,200	3,600	-3,600	-50%	36%	住友	1,815	907	-908	-50%	9%	3		
4,301,195	4,290,190	-11,005	-0%	22%	さくら	26,906	22,492	-4,414	-16%	9%	0	2.45	4
25,620	14,260	-11,360	-44%	45%	さくら	4,324	3,348	-976	-46%	8%	1	2.69	6
76,021	68,400	-7,621	-10%	73%	第一勧銀	8,984	8,382	-602	-7%	6%	2	4.47	2
59,222	42,820	-16,402	-28%	82%	三菱	2,813	1,691	-1,122	-40%	6%	1	3.47	3
30,322	26,044	-4,278	-14%	21%	第一勧銀	4,114	3,081	-1,033	-25%	5%	1		

表16 非銀行系主幹事会社のうちメインバンク長期借入金返済企業

(単位：百万円)

順位	社名	社債発行額	主幹事	格付	94年度借入金	95年度借入金	増減	増減率	94年度金融取扱	95年度金融取扱	増減	94年度長期借入金
1	三菱商事	70,000	日興	AA	3,269,500	2,691,282	-578,218	-18%	8,302	20,032	11,730	1,637,256
2	嘉松	20,000	山一・野村	A-	714,814	664,957	-49,857	-7%	-10,861	-11,712	-851	424,128
3	東急不動産	20,000	山一	A	348,881	319,239	-29,642	-8%	-20,442	-14,962	5,480	179,916
4	ジャスコ	20,000	野村	AA-	104,250	65,323	-38,927	-37%	-3,125	-3,041	84	81,961
5	日立クレジット	20,000	野村	AA	196,898	156,245	-40,653	-21%	-8,606	-8,081	525	71,546
6	住友化学工業	20,000	大和	AA-	218,283	186,879	-31,404	-14%	-1,822	-4,834	-3,012	55,096
7	名古屋鉄道	20,000	山一	A+	222,032	212,529	-9,503	-4%	-15,711	-13,303	2,408	136,892
8	日本電気硝子	30,000	大和	A+	102,098	95,360	-6,738	-7%	-3,404	-766	2,638	34,859
9	中部瓦斯	3,000	野村	A-	14,138	12,258	-1,880	-13%	-501	-457	44	9,838
10	天満屋ストア	10,000	野村	BBB-	34,365	28,215	-6,150	-18%	-1,850	-1,270	580	20,996
11	南海電気鉄道	25,000	大和	A	277,985	276,691	-1,294	0%	-13,949	-12,600	1,349	190,000
12	吉河電気工業	40,000	野村・山一	A	152,848	136,824	-16,024	-10%	-6,107	-3,316	2,791	47,062
13	吉河機械金属	10,000	野村	A+	27,060	25,164	-1,896	-7%	-268	-442	-174	13,840
14	オーエスジー	10,000	新日本	BBB	7,063	6,084	-979	-14%	-259	-257	2	3,885
15	森永製菓	8,000	日興	A-	7,371	8,674	1,303	18%	-206	-306	-100	5,669
16	東邦瓦斯	15,000	野村	AA+	45,333	45,611	278	1%	-4,061	-6,503	-2,439	26,203
17	東洋水産	30,000	日興	A-	10,331	8,605	-1,726	-17%	-233	-891	-658	5,631
18	日立製作所	200,000	野村	AAA	223,351	220,882	-2,469	-1%	36,220	39,710	3,490	6,938
(平均)		31,722			332,033	286,712	-45,321	-10%	-2,605	-1,278	1,327	163,978

95年度 12期借入金	増減	増減率	返済率	メインバンク	94年度メインバンク 12期借入金	95年度emainバンク 12期借入金	増減	増減率	返済率	貸員 比率	持株比率	順位
1,357,427	-279,829	-17%	400%	三菱	111,401	39,138	-72,353	-65%	103%	1	452%	4
390,265	-33,863	-8%	169%	東銀	65,180	55,021	-10,159	-16%	51%	2	473%	3
132,384	-47,532	-26%	238%	三井信託	20,216	15,624	-4,592	-23%	23%	1	548%	2
59,403	-23,558	-39%	118%	第一勧銀	9,821	6,977	-2,844	-29%	14%	4	479%	1
34,946	-36,600	-51%	183%	住友信託	3,300	1,300	-2,000	-61%	10%	0	338%	2
42,874	-12,222	-22%	61%	住友	10,402	8,413	-1,989	-19%	10%	0	447%	4
128,499	-8,303	-6%	42%	東海	3,276	2,000	-1,276	-39%	6%	1	328%	2
24,850	-10,009	-29%	33%	住友信託	4,240	2,720	-1,520	-36%	5%	0	429%	2
9,208	-630	-6%	21%	東海	982	848	-134	-14%	4%	1	483%	1
15,815	-5,151	-25%	52%	住友信託	1,439	1,045	-394	-27%	4%	0	162%	7
189,986	-14	0%	0%	住友信託	17,374	16,598	-776	-4%	3%	1	288%	3
40,389	-6,673	-14%	17%	第一勧銀	6,737	6,001	-736	-11%	2%	1	368%	5
11,968	-1,872	-14%	19%	第一勧銀	527	395	-132	-25%	1%	0	396%	3
2,937	-948	-24%	9%	東海	175	75	-100	-57%	1%	0	485%	1
5,265	-404	-7%	5%	三菱	536	457	-79	-15%	1%	0	480%	2
25,932	-221	-1%	1%	東海	449	350	-99	-22%	1%	0	432%	4
3,905	-1,726	-31%	6%	さくら	560	400	-160	-29%	1%	0	496%	2
0	-6,938	-100%	3%	三和	1,000	0	-1,000	-100%	1%	1	226%	5
137,506	-26,472	-23%	76%		14,317	8,742	-5,575	-33%	13%	0.72	408%	3

(参考) メインバンク長期借入金増加企業

四国電力	10,000	日興	AAA	442,815	448,224	5,409	1%	-47,299	-48,240	-941	392,816
リヨービ	8,000	山一	BBB	35,492	37,497	2,005	6%	-1,622	-1,480	142	18,192
トクヤマ	20,000	山一・野村	A-	45,333	47,829	2,495	6%	-2,077	-1,934	143	22,321
北陸電力	90,000	日興・山一	AAA	496,185	510,615	14,430	3%	-49,398	-58,019	-8,621	435,485
中国電力	135,000	野村・山一ほか	AAA	849,160	965,230	116,070	14%	-65,450	-95,280	-8,830	705,943
住友商事	60,000	大和	AA	1,752,681	1,663,329	-89,352	-5%	5,998	13,731	7,733	618,489
東武鉄道	30,000	山一	A+	417,617	425,134	7,517	2%	-24,594	-23,164	1,430	359,958
7-ELEVEN JAPAN	20,000	野村	A	1,377	1,179	-198	-14%	1,770	604	-1,166	1,378
合同酒精	5,000	大和	BBB-	7,825	9,739	1,914	24%	-373	-299	74	2,789
東京瓦斯	30,000	大和	AAA	127,404	135,360	7,956	6%	15,969	-18,015	-33,984	14,934
平和堂	10,000	大和	A-	29,124	28,548	-576	-2%	-1,244	-1,450	-206	20,826
アサヒビール	35,000	野村・大和	A	173,052	183,006	9,954	6%	-27,156	-23,562	3,594	118,008
牧野フライス研究所	10,000	日興	BBB	5,000	10,000	5,000	100%	-40	-236	-196	5,000
大阪瓦斯	50,000	野村	AAA	121,747	120,999	-748	-1%	-12,545	-13,118	-573	79,212
平和不動産	10,000	山一	A	34,066	30,594	-3,472	-10%	-1,417	-1,013	404	13,446
タグ	8,000	勤角	A	2,150	13,350	11,200	521%	-1,295	-1,074	221	2,150
ソフトバンク	120,000	野村	BBB+	9,987	23,666	13,679	137%	103	5,099	4,991	858
北海道電力	50,000	日興・野村ほか	AAA	511,717	502,718	-9,999	-2%	-48,920	-47,823	1,097	401,688
中部電力	270,000	日興・野村・大和	AAA	1,880,927	1,970,973	90,046	5%	-206,843	-202,157	4,686	1,478,508

これを個別会社でみてランクインしたものが、表15と表16である。これによると、銀行系主幹事会社では、親銀行長期借入金返済率が正の値を示した会社がオリックス以下三七社（全体の五六%）あり、その平均は二七%であるのに対し、非銀行系主幹事会社では、メインバンク長期借入金返済率が同様正の値を示した会社は一八社（全体の四九%）であり、その平均は一三%と銀行系主幹事会社の約半分である。この結果から、銀行系主幹事会社の方が社債発行と親銀行からの長期借入金残高は反比例的に推移しており、通常いわれるよう証券子会社を主幹事とした社債発行が、親銀行からの長期借入金返済につながっている可能性が高いことが読み取れるものと思われる。

「中華人民共和国会社法」について（1）

～有限責任原則と有限責任会社（有限会社）の設立を中心にく

王 東明

1 はじめに

「改革・開放」政策の実施以後、中国は次第に計画経済体制から市場経済システムへ転換し、年平均一〇%（GDP）前後の高度経済成長を達成した。近年では「社会主義市場経済」を目標に、市場経済にふさわしい制度作りと立法に力を入れている。すでに「中華人民共和国企業破産法（試行）」、「中華人民共和国経済合同（契約）法」、「中華人民共和国労働法」、「中華人民共和国商業銀行法」および「中華人民共和国公司（会社）法」（以下「会社法」と略称）など経済関連の法律を相次いで制定し、法体制の整備を急ピッチですすめている。

今までの企業関連法規および条例は主に中国の企業分類（国有、集団所有、個人所有、外資系企業）によつて個別に制定され、法の適用範囲もその企業分類に限定されるのが特徴であった。このような企業分類によつてつられた法律は、国有工業企業を対象とする「中華人民共和国全民所有制（国有）工業企業法」（一九七八年八月実施）、「中華人民共和国外資企業（单独出資）法」（一九八六年四月実施）、「中華人民共和国中外合作（協力）經營企業法」（一九八八年四月実施）、そして農村の郷鎮企業（集團所有）を対象とする「中華人民共和国郷鎮企業

法」（一九九七年一月実施）がある。また、都市部の集団企業および私営企業（八人以上を雇う）に対してもそれぞれ「条例」が公布された。

しかし一九九三年一二月二九日の第八回全国人民代表大会常務委員会第五次会议は、このような中国独特的企業分類の枠を超えて、企業の法規定に乗り出すことになり、「中華人民共和国会社法」を公布した。「会社法」は四年七月一日から施行され、現在まで既に三年の歳月を経た。

小稿では「会社法」に基づき有限责任制と有限责任会社（有限会社）の法規定の主な内容を紹介しよう。

2 「会社法」の構成と目的

「会社法」は十一章二百三十条から構成されている。その内容は、第一章・「総則」（一条～八条）。第二章・「有限责任会社【有限责任公司】の設立および組織機構」（一九条～七二条。設立、組織機構、国有单独出资会社）。第三章・「株式会社【股份有限公司】の設立および組織機構」（七三条～一一八条。設立、株主総会、取締役会・支配人、監査役会）。第四章・「株式会社【股份有限公司】の株式の発行および譲渡」（一一九条～一五八条。株式の発行、株式の譲渡、上場会社）。第五章・「会社債券」（一五九条～一七三条）。第六章・「会社の財務と会計」（一七四条～一八一条）。第七章・「会社の合併、分割（分立）」（一八二条～一八八条）。第八章・「会社の破産、解散および清算」（一八九条～一九八条）。第九章・「外国会社の事業所（分支机构）」（一九九条～二〇五条）。第十章・「法律責任」（二〇六条～二三八条）。第十一章・「附則」（二三九条～二三〇条）という構成になっている。

「会社法」の目的は第一章第一条の「総則」に明記してある。すなわち同法は「現代企業制度（近代的な企業

制度）」確立の要請に応え、会社の組織および行為を規範化し、会社、株主（股東）および債権者の合法的権益を保護し、社会の経済秩序を確保し、社会主義市場経済の発展を促進するために、憲法により、本法を制定する」と規定している。

一九九三年一月第一回中国共産党中央委員会第三次全体会議は「社会主義市場経済体制」を確立するという改革の方針を決め、この「社会主義市場経済体制」の基礎は公的所有を主体とする「現代企業制度（近代的な企業制度）」であるとした。⁽¹⁾「会社法」はこのような背景の下で制定され、その目的はいうまでもなく計画経済でのいわゆる「無限責任」制の国有企业を根本的に改組し、「有限责任制」に基づく「現代企業制度（近代的な企業制度）」を確立することにある。「会社法」の公布以後、九五年から国務院は一〇〇社の国有企业を選んで「現代企業制度（近代的な企業制度）」改革の実験を開始し、各地方政府もそれに対応して一、〇〇〇社あまりの企業で企業制度改革をスタートさせた。

本法のもう一つの目的は会社の権益、そして出資者（株主）および債権者の権利を保護すること、また公平な市場競争条件を保つため、会社の組織および行為をルール化し、経済秩序を維持して最終的に「社会主義市場経済」の発展を促進することである。

3 有限责任原則

「会社法」の最大の特徴あるいは基本原則は有限责任制を探ることである。法の適用範囲および対象は中国国内で設立される有限责任会社【有限责任公司】および株式会社【股份有限公司】である（第二条）。有限会社はその名称のうちに【有限责任公司】（有限责任会社）の文字を、株式会社は【股份有限公司】（株式会社）の文字

を表記しなければならない（第九条）。「会社法」は会社の対象を有限責任会社【有限責任公司】と株式会社【股份有限公司】に限定し、会社名には必ず「有限」という二文字を明記しなければならないと定めた。

本法の第三条で、有限責任会社および株式会社は企業法人であり、法人化した会社の責任は、有限責任会社の場合、株主はその出資額を限度として会社に対して責任を負い、会社は、その全資産をもって会社の債務に対して責任を負う。また、株式会社の場合、その資本が等額の株式に分けられ、株主はその所有株式を限度として会社に対して責任を負い、会社はその全資産をもって会社の債務に対して責任を負うと規定している。

また第四条では、会社の株主は、出资者として、会社に投入した資本額に基づき、所有者としての資産受益、重要な政策決定、管理者の選任などの権利を有する。また会社は株主の出資によって形成されたすべての法人財産⁽³⁾を有し、法に基づき民事上の権利を有し民事責任を負う。また会社における国有資産の所有権は国家に属すると規定した。

「会社法」は、有限責任会社および株式会社に法人格（企業法人）を与えると同時に、会社および株主の権利と義務が有限責任であることを明確に定めている。つまり会社の所有者としての株主（出資者）は、その出資額あるいは所有株式を限度として会社に対して責任を負い、逆に出資額以上の責任を負わないことになつており、また出資額に基づき、資産受益、重要な政策決定、管理者の選任など意思決定の権利を有する。

一方会社は、企業の全資産をもつて会社債務の責任を負い、また企業法人として民事責任を負うことになつてゐる。その他、会社は、その全ての法人財産をもつて法に基づき自主的に經營し、損益を自己負担する（第五条）ことになつてゐる。

さらに会社は、他の有限責任会社および株式会社に出資することができ、その出資額の限度内で、投資した会

社に対して責任を負う。しかし累積投資額は（国務院の定める投資会社および持株会社を除き）、自社の純資産額の一〇〇分の五〇を超えてはならない（第十二条）。「会社法」は会社は他社の投資に対しても有限責任の原則に立つ。また、会社は、支店（分公司）と子会社を設立することができる。支店（分公司）の場合は企業法人格を有せず、その民事責任は会社が負う。しかし子会社は企業法人格を有し、法に基づき独立して民事責任を負う（第十三条）。つまり子会社だけに企業法人格を与えていた。

以上の通り、「会社法」は有限責任の原則を会社（有限責任会社、株式会社）と出資者（株主）に対して厳格に適用し、会社および出資者（株主）はその出資額を限度として権利と義務を果たし、また会社は企業法人として民事責任を負うことになつてゐる。したがつて「会社法」が規定した会社（有限責任会社、株式会社）を典型的な国有企业（全民人民所有制）と比べると、その根本的な区別は企業が有限責任制を導入しているかどうかということになるであろう。

4 有限責任会社（有限会社）の設立

「会社法」の第二章「有限責任会社の設立および組織機構」の第十九条は、有限責任会社の設立条件を次のように規定している。すなわち有限責任会社の設立は、下記の要件を具备しなければならない。（1）法定株主数の遵守。（2）株主の出資による法定最低資本金額の達成。（3）会社定款の株主による共同作成。（4）会社名称の確定、有限責任会社の要件に合致する組織機関（「組織機構」）の確立。（5）固定した生産営業所および必要な生産経営条件の具備。以上の法規定と照応する幾つかの具体的な条件は、次の通りである。

まず有限責任会社の法定株主数は二人以上五〇人以下とし、会社は株主の共同出資により設立される。しかし

国の授権投資機関または国の授権機関（部門）は単独出資の有限責任会社を設立することができる（第二十一条）。特に、この国有単独出資会社の規定は、現在進行中の国有企业制度改革に合わせ、今後、一部の国有企业を単独出資有限責任会社に改組させるために設けられた規定であり、「会社法」の特徴を表わしている。

なお、本法の実施以前に設立された国有企业は、本法に規定する有限責任会社の設立条件に適合する場合、单独出資の有限責任会社に改組することができる。複数の投資主体の場合は、第十九条第一項（つまり第二十条の二人以上五〇人以下株主数の規定）による有限責任会社に改組することができる。

その他、外資企業も単独出資の有限責任会社を設立することができる。第十八条では、外国投資者が投資する有限責任会社には、本法を適用する。但し、中外合弁企業、中外合作經營企業、外資企業（単独出資）については法律に別段の定めがある場合その規定に従う。一九八六年四月実施された「中華人民共和国外資企業法」では、外国投資者は単独出資の有限責任会社（外資企業）を設立することができる（第一条）と規定している。

以上の通り、有限責任会社の法定株主数は二人以上五〇人以下に限定されており、その除外例として国の授権投資機構（国有企业など）と外国投資者は単独出資の有限責任会社を設立することができるとなつていて。

登録資本について、第二十三条规定は、有限責任会社の登録資本を登記機関に登記された株主全員による払込済出資額と定めている。有限責任会社の登録資本は下記の最低限度額を下回ってはならない。（1）生産經營を主とする会社は五〇万人民元。（2）商品の卸売を主とする会社は五〇万人民元。（3）商品の小売を主とする会社は三〇万人民元。（4）科学技術開発、コンサルタント、サービス業の会社は一〇万人民元。但し、特定業種の最低登録資本額が前項で規定する限度額を上回る必要になる場合、法律、行政法規により別途定めるとしている。以上のように生産企業、商業（卸売、小売）、サービス業」とに登録資本の最低額を定めているが、特に科学技

術開発、コンサルタント、サービス業については、他の業種に比べ会社を設立しやすいよう配慮していることがわかる。

また出資方法については、株主は金銭（貨幣）による出資の他、有体財産（現物出資）、工業所有権、非特許技術、土地使用権を評価し出資することもできる（第二十四条）。増資するときは株主は優先的に出資を引受けることができる（第三十三条）。会社の登記後、株主に出資の払戻をしてはならない（第三十四条）。株主は一旦出資したあと、その出資の払戻を要求することはできない。但し出資の譲渡を要求することはできる。

出資の譲渡については、株主間で出資額の全部または一部を相互に譲渡することができる。しかし株主が株主以外の者にその出資を譲渡するときは全株主の過半数の賛成を経なければならぬ。譲渡に不賛成の株主は当該出資を買受けることを要求でき、もし当該出資を買受けなければ譲渡に賛成したものと見なされる。また株主の譲渡賛成を得た出資については、その他の株主は同等の条件で当該出資額の先買権を有する（第三十五条）と規定している。

その他、会社の利益に関しては、株主は自己の出資分に比例して利益配当を受ける（第二十三条）権利がある。株主の利益配当の請求範囲はその出資の割合によつて決まる。

会社の定款は株主による共同作成を要求され、その内容は下記の事項を明記しなければならない。（1）会社の名称および住所。（2）会社の経営範囲。（3）会社の登録資本。（4）株主の氏名または名称。（5）株主の権利および義務。（6）株主の出資方法および出資額。（7）株主の出資を譲渡する条件。（8）会社の機関およびその選任方法、权限、議事規則。（9）会社の法定代表者（「法定代表人」）。（10）会社の解散事由および清算方法。（11）株主が規定を必要とするその他の事項。また、すべての株主は会社の定款に署名、捺印しなければな

らない（第二十二条）。

5 有限责任公司（有限会社）の組織機構

有限责任会社の組織機構は株主総会（股東会）、取締役会および監査役会から構成されている。これらの組織機構の主な機能と権限は次の通りである。

（1）株主総会（股東会）

株主総会は会社の最高意思決定機関（権力機構）であり、全株主により構成され、本法に従い権限を行使する（第三十七条）。株主総会は下記の権限を行使する。

- (1) 会社の経営方針および投資計画の決定。（2）取締役の選任および解任、取締役の報酬に関する事項の決定。（3）株主の代表として就任する監査役の選任および解任、監査役の報酬に関する事項の決定。（4）取締役会【董事会】報告書の審議、承認。（5）監査役会【监事会】または監査役の報告書の審議、承認。（6）会社の年度財務予算案および決算案の審議、承認。（7）会社の利益配当案および欠損補填案の審議、承認。（8）会社登録資本の増加または減少についての決議。（9）会社債券発行についての決議。（10）株主以外の者に対する出資持ち分の譲渡についての決議。（11）会社の合併、分割、会社形態の変更、解散および清算などの事項についての決議。（12）会社定款の改正（第三十八条）。

株主総会は会社の最高意思決定機関であり、会社の経営方針および投資計画、取締役および監査役の選任および解任など一二項目の決定権を持つている。

株主総会の会議では、株主は出資割合に基づき議決権を行使する（第四十一条）。会社登記資本の増加または減少、分割、合併、解散または会社形態の変更についての決議は、議決権を有する株主の三分の一以上の賛成を経なければならぬ（第三十九条）。会社定款の改正も三分の一以上の議決権を有する株主の賛成が必要になつてゐる（第四十条）。

（2）取締役会【董事会】

取締役会について第四十五条では、次の規定がある。すなわち有限责任会社では、取締役会を設置し、その構成員は三人から一三人とする。二つ以上の国有企业または二つ以上の国有投資主体の投資により設立されたその他の有限责任会社ではその取締役会構成員の中に、職員・労働者の代表を含まなければならない。取締役会における職員・労働者の代表は会社の職員・労働者の中より民主的に選出される。取締役会は、代表取締役会長一名を置き、副会長一名ないし二名を置くことができる。代表取締役会長、副会長の選任方法は会社の定款により定める。代表取締役会長は会社の法定代表者とする。

第四十五条の規定では二つ以上の国有企业または二つ以上の国有投資主体の投資により設立されたその他の有限责任会社は、その取締役会構成員（三人から一三人）の中に必ず職員・労働者の代表を含むことが特徴と言えよう。

取締役会は株主総会に責任を負い下記の権限を行使する（第四十六条）。（1）株主総会の招集、株主総会への活動報告。（2）株主総会決議の執行。（3）会社の経営計画および投資案の決定。（4）会社の年度財務予算案、決算案の作成。（5）会社の利益配当案および欠損補填案の作成。（6）会社登記資本の増加または減少案の作成。

(7) 会社の合併、分割、会社形態の変更、解散案の作成。(8) 会社内部管理機構設置の決定。(9) 会社の支配人、(経理、総経理・社長) (以下は支配人(経理)と略称)、財務責任者の選任または解任、その報酬の決定。

(10) 会社基本管理制度の制定。

取締役会は株主総会に対して責任を負つており、株主総会の招集、会社の経営計画および投資案の決定および会社の支配人、財務責任者の選任または解任など一〇項目の権限を持つている。

取締役の任期は会社の定款により規定される。任期は三年を超えてはならない。任期満了後、取締役は再任を妨げない。株主総会は取締役の任期満了前に正当な事由なく解任してはならない(第四十七条)。

取締役会会議は、代表取締役会長により招集され主宰される。会長が特別な事由により職務を遂行できない場合、会長が指名した副会長またはその他の取締役により招集され主宰される。三分の一以上の取締役の提案により取締役会会議を開催することができる(第四十八条)。

有限責任会社には取締役会により選任または解任される支配人を置く。支配人は取締役会に責任を負い下記の権限を行使する(第五十条)。(1) 会社の生産經營管理業務の主宰、取締役会決議の実施。(2) 年度経営計画および投資案の実施。(3) 内部管理機関設置案の作成。(4) 基本管理制度案の作成。(5) 諸規則の制定。(6) 副支配人、財務責任者の選任または解任の提案。(7) 取締役会の選任または解任する以外の管理責任者選任または解任。(8) 会社定款および取締役会が授与したその他の権限。支配人は取締役会会議に出席(列席)する。有限責任会社の支配人(経理)は日常の生産經營を管理し、会社の具体的な業務を執行し、取締役会に対して責任を持つ。

(3) 監査役会

経営規模の大きい有限責任会社は監査役会を設置し、その構成員は三人を下回ってはならない。監査役会はその構成員の中から一名の招集権者を選任しなければならない。監査役会は株主の代表および適切な比率で選出した職員・労働者から構成される。具体的な比率は会社の定款で規定される。監査役会における職員・労働者の代表は職員・労働者の中から民主的に選任される(第五十二条)。

株主数の少ない規模の小さい有限責任会社の場合、一名ないし二名の監査役を置くことができる。しかし取締役、支配人および財務責任者は監査役を兼任してはならない(第五十二条)。

監査役の任期は三年とする。監査役は任期満了後、再任を妨げない(第五十三条)。監査役会または監査役は下記の権限を行使する(第五十四条)。(1) 会社財務の監査。(2) 取締役、支配人の会社業務執行中における法律、行政法規または会社定款の違反行為に対する監督。(3) 取締役および支配人の行為が会社の利益を侵害した場合、取締役および支配人に対する是正の要求。(4) 臨時株主総会開催の提案。(5) 会社定款で定めたその他の権限。また監査役は取締役会会議に参加(列席)することができる。

以上、有限責任会社の株主総会、取締役会および監査役会のそれぞれの責任と権限、そして株主、取締役、支配人および監査役のそれぞれの責任と権限を見てきた。しかし下記の事項のいずれかに該当する者は、会社の取締役、監査役、支配人に就任してはならない(第五十七条)。

(1) 禁治産者【無民事行為能力】および準禁治産者【制限民事行為能力】。(2) 汚職、贈収賄、財産の侵害、財産流用の罪、または社会経済秩序の破壊の罪を犯したことにより、刑罰に処せられ、刑期満了後五年未満の者、

あるいは犯罪により政治権利を剥奪され、執行期間満了後五年未満の者。（3）経営不良による破産・清算会社の取締役または工場長、支配人が破産に個人責任を負った場合、その破産清算完了後の日より三年未満の者。（4）違法行為により営業許可が取り消された会社の法定代表者に就任し、かつ個人責任を負った場合で、当該会社の営業許可書が取り消された日より三年未満の者。（5）個人で多額の負債を負い、返済期限後も未弁済の者。

会社が前項規定に違反して、取締役、監査役、支配人を選任し、任命した場合、当該選任、任命は無効である（第五十七条）。

さらに第五十八条では、国家公務員が会社の取締役、監査役、支配人を兼任してはないと規定し、国家公務員の会社役員人事の兼任を禁じている。

6 国有単独出資会社【国有独資公司】

国有単独出資会社とは、国の授権投資機構または授権機関（部門）が、単独出資により設立した有限責任会社をいう。國務院が指定した特殊製品製造会社または特定業種に属する会社は、国有単独出資会社の形態を採用しなければならない（第六十四条）。

国有単独出資会社の特徴は、その株主が一人（国家株主）であり、株主総会を設置しない（第六十六条）。国の授権投資機構または授権機関（部門）は株主総会のない国有単独出資会社の取締役会に授権し、それが株主総会の権限の一部を代行し、重大事項を決定する。但し会社の合併、分割、解散、資本の増加、減少および会社債券の発行は、国の授権投資機構または授権機関（部門）により決定されなければならない（第六十六条）。会社の定款も国の授権投資機構または授権機関（部門）の認可を受ける（第六十五条）。国の授権投資機構または授権機関（部門）が、法律・行政法規に従い、国有単独出資会社の資産を監督管理する（第六十七条）。ここで国の授権投資機構または授権機関（部門）が実際上株主総会の役目を果たすことがもう一つの特徴である。

国有単独出資会社は取締役会を設置し、本法第四十六条、第六十六条の規定に従い、権限を行使する。取締役の任期は三年とする。また取締役会の構成員は三人から九人であり（一般の有限責任会社は三人から一三人まで）、国の授権投資機構または授権機関（部門）により、任命または解任される。取締役会構成員の中に会社職員・労働者の代表を含まなければならない。取締役会の職員・労働者代表は職員・労働者の中から民主的に選任される。さらに取締役会は代表取締役会長一名を置き、必要に応じて副会長を置くことができる。代表取締役会長、副会長は国の授権投資機構または授権機関（部門）により取締役会構成員の中から任命（指定）される。代表取締役会長は会社の法定代表者となる（第六十八条）。

ここでは、国有単独出資会社の代表取締役会長、副会長および取締役は国の授権投資機構または授権機関（部門）の任命制であるが、しかし取締役会構成員の中には会社職員・労働者の代表が含まれる。労働者の積極的な経営参加を促すという特徴を持つ。

国有単独出資会社の経営責任者である支配人は、取締役会により選任、解任される。支配人は本法の第五十条の規定に従い権限を行使する。取締役会の構成員は国の授権投資機構または授権機関（部門）の同意を得て、支配人を兼任することができる（第六十九条）。しかし、国有単独出資会社の代表取締役会長、副会長、取締役、支配人は、国の授権投資機構または国の授権機関の同意を得なければ、その他の有限責任会社、株式会社またはその他の経営組織の責任者を兼任してはならない（第七十条）。

国有単独出資会社の資産譲渡は、法律、行政法規の規定に従い、国の授權投資機構または授權機関（部門）の認可を受け、財産権移転の手続きが行なわれる（第七十一条）。

7 むすびにかえて

以上、「会社法」の第一章「総則」と第二章「有限責任会社【有限責任公司】の設立および組織機構」の内容を中心に、「会社法」の目的および有限責任原則を考察し、主に有限責任会社【有限責任公司】の設立および組織機構を紹介した。株式会社【股份有限公司】の設立および組織、株式発行および譲渡、法律責任などについては、引き続き別の機会に紹介する」としよう。

注

- (1) 現代企業制度（近代的な企業制度）については、拙稿「中国国有企业の『現代企業制度』改革——福州第一化学工場の事例を中心に」『証券経済研究』（一九九七年一月第五号）を参照されたい。
- (2) 「社会主义市場経済体制の確立に関する若干の問題についての決定」による。中共福建省委政策研究室、福建省經濟委員会編「国有企业改制作政策文件汇编」一四三頁～一七七頁。
- (3) 「法人財産権」について、現在の中国では所有を二元化（所有権、財産権）した考え方がある。馬賓「所有権と財産権」【企業改革与股份制（2）】中国国際広播出版社、一九九四年、四三頁～四四頁。奥村宏「所有とは何か——中国の株式会社が問いかけているもの」〔世界〕岩波書店、一九九五年八月号）を参照されたい。

【参考文献】

- 王立民編「公司法基礎知識」立信会計出版社、一九九四年。
志村治美監訳、王進生訳「中国会社法」「國際商務法事」Vol.22.No.3.No.4.No.5(1994).
範恒山、彭建国「現代企業制度全書」中国物語出版社、一九九五年。

アメリカの市場間競争と自主規制機関

清水 葉子

1 はじめに

SECは、今年五月にコンピューター・テクノロジーを利用した非取引所取引システムである代替的取引システム(ATS)の規制に関するコンセプト・リリースを発表し、今後のATS規制について二つの代替案を示した⁽¹⁾。SECの提案とは、ひとつはブローカー・ディーラーの規制を修正した上で、ATSをこれまで通りブローカー・ディーラーとして規制するというものである。ATSはブローカー・ディーラーとして規制するものの、取引システム自体は市場としての機能を果たしているので、市場機能部分については不公正な取引の監視など新たに必要な規制措置をとる。一方、顧客からの預かり資産にかかる規制など純粹にブローカー・ディーラーとしての活動を規制する規則については不要な場合は免除することになる。

この提案は、ATSを従来通りブローカー・ディーラーと認めたまま規制の枠の中に組み込むことになるので、ATSに対する過重な規制負担を避けることができるものの、従来の規制構造の混乱は解消されないままとなる。すなわち、従来の規制構造のもとでは、各市場を運営するのは自主規制機関であって、ブローカー・ディーラーは市場参加者として自主規制機関の規制に服するという形式がとられていたのに対して、ATSはブローカー・ディーラーであつて自主規制機関ではないにもかかわらず市場運営を行うからである。

コンセプト・リリースで示された二つ目の代替案は、取引所の定義を拡大してATSを証券取引所として扱う

というものである。ただし、従来の取引所としての規制義務のうち、ATSを規制する上で不要・不適切な規制はSECの免除権限を行使して免除し、ATSに過重な規制負担がかからないようにして従来の取引所との競争条件に配慮する。たとえば、取引量が少なかつたり価格発見機能を待たないATSについては、取引所として認めるものの登録を免除するなどして規制負担を軽減する。さらに、登録取引所についても規制義務を全体的に緩和していくなどの措置がとられる。

こちらの提案では、ATSは自主規制機関である取引所と認定されてしまつたため、規制義務という負担を負うことになるが、その一方、自主規制機関が市場運営を行うという基本的な規制構造は変えにすむという利点を持つている。もちろん、ATSの場合は機関投資家などの非ブローカー・ディーラーが市場取引に直接参加しているため、市場参加者を会員であるブローカー・ディーラーに限定して行われてきた自主規制機関の性格はかなりの変更を迫られるだろう。

さて、インステイネットがはじめて取引システムの運営を始めた一九六九年以來の懸案であった非取引所取引システムの規制は、このように非常に多くの問題を内包しており、実際SECはこのコンセプト・リリースの公表前にもすでに何度もATS規制の方針を変更してきた。規制の混乱の理由はさまざまであるが、本稿では自主規制という、他の業種にはみられない証券市場独特の産業規制のあり方と関連づけて考察してみたい。というのは、自主規制は複雑な規則や慣行を持つ証券市場の規制において、専門的な知識を持った当事者が規制の中心になるという点で大きな有効性を持っているが、ATSなどの非取引所取引システムも含めた市場間競争のものでは、これまでになかった問題が顕在化する可能性があると思われるからである。

アメリカの証券市場規制を考える上で、証券取引所などの自主規制機関と政府機関であるSECが規制の役割を分担しあっているという構造は非常に重要である。自主規制に重点を置く規制構造は、歴史的にはアメリカやイギリスなどアングロサクソン系の国に特徴的であるといわれているが、今や多くの国の証券市場規制に共通のものとなっている。

業界規制としてはきわめて特殊であるといえる自主規制方式は、証券市場の規制に関しては大きな利点を持っているとされる。第一に、証券市場の構造や慣行は非常に複雑である上、経済動向の変化の影響も受けやすい。このため、規制を担当する者は高度な専門的知識を持つておる必要があるだけでなく、市場の動向に常時接触していることも要請される。したがって、業界の外部から規制を行うよりも業界内で自主的な規制を行つた方が都合がよい上に実際的であつて、結果的に効率的な規制が可能であるとされている。第二に、公正な証券取引のためにには、何よりも関係者の誠実性が重要であると考えられるが、この点でも、業界内で自主的な規制が行われることで法律の規定を超えた倫理規範が確立され、業界内の認識も高まるというよい影響力があるとされている。

ところが、ATS規制に関しては、自主規制のあり方がかえつて問題を複雑にしたという面があることを否定できない。というのは、一つには自主規制が市場参加者を階層化したうえで機能するという階層構造を持つているため、ATSのように従来の階層構造に当たるまらない取引システムをそのままでは組み込むことができなかつたからである。すなわち、ATSは本来取引所の自主規制下に置かれるべきブローカー・ディーラーながら、取引システムを運営している以上、市場機能を果たしているからである。すなわち、ATSは自主規制機関としての役割を持つていなくてもかかわらず市場を運営しているため、ATSの市場機能を監督する主体がない

く、ATS自体は競合する市場を運営している自主規制機関の監督下に置かれるという状況を作り出してしまうのである。

また、このことと同様に重視されるべき事実として、取引所など他の自主規制機関のATS規制に対する対応が、市場システム全体の規制のあり方を問題にするというよりは、競合する市場運営者としての立場を前面に出して調整を要求していたのであって、結果的に、たとえばブローカー・ディーラーの自主規制機関であるNASSDもATSに対して適切な規制を行うことはなかつたことを挙げができる。

これは、自主規制機関は、ATSのような非取引所取引システムの規制に関しては本来の規制機関としての役割よりも、むしろ競合する各市場の利益代表団体としてふるまい、SECが各市場間の利害調整の役割を引き受けたいたと言えるのではないかと思われる。次節では、政府機関による法的規制と産業界の団体による自主規制が証券市場規制の責任を分担しあうという二重の規制のあり方は、どのようにしてでき上がってきたのかを見てみよう。

3 二重の規制構造の成立

SECは、大統領がその委員を任命する独立した行政機関であつて、予算上の制約を受けるほかは議会から相対的に独立して活動を行うことができる。一九三四年証券取引法が成立した当初、証券市場規制におけるSECの役割は非常に限られたものであると認識されていた。証券市場の規制は、なによりもまず証券取引所の自主規制によって行われるべきであり、政府はその後ろ楯として単に権限を示していればよいと考えられていた。⁽²⁾

こうした消極的なSECの方は、五〇年代以降は変化の兆しを見せはじめ、市場での不正を摘発する権限

が重視されるようになつてくる。この背景には、証券市場の拡大とともになつて企業の倒産や悪質な証券販売が増大したのに対し、証券取引所などの自主規制機関が必ずしも十分な対応ができなかつたことがある。SECは一九六一年から一九六三年にわたつて証券市場特別調査を実施したが、これは証券市場規制における自主規制の限界を明らかにして証券行政の大きな転換点となつた。調査は証券販売の実態を分析し問題点を指摘したほか、委託売買手数料をめぐる不透明な慣行も問題視している。この膨大な調査は一九六四年改革法という形で結実した。こうして、SECは証券市場での不正行為の監督に積極的に乗り出すようになった。

SECの規制権限は、一九七五年改正法で全米市場システムの構築のための大きな権限がSECに委任されたと、さらに増大した。SECは、自主規制機関の規則を変更したり、その規則を施行したり、自主規制機関やその会員に不正があつたときは会員権の停止などの懲戒処分を行うなど、証券市場で大きな役割を期待されるようになつた。またSECは、全米市場システムを確立し、その目的達成のために投資家の最良執行を確保したり証券市場間の適切な競争を促進したりするという、市場構造そのものを育成する権限も委任された。

詳細に見れば、時代ごとの曲折はあるにしろ、きわめて大ざっぱに言つて、当初の自主規制に大きな信頼を置いた証券行政は後退し、SECの証券市場規制に関わる権限が徐々に増大してきたと考えられる。しかしながら、一方で自主規制機関の法律上の権限が後退したわけではない。自主規制機関は、三四年法で付与された不正の懲戒と規則制定、市場運営という役割を保持しつづけている。このことは、自主規制機関の規制とSECの規制が二重構造になつていているということを示しており、より信頼できる規制が可能であるとも言える一方で、規制の重複が何らかの問題を引き起こす可能性も否定できない。

4 二重の規制構造がもたらすもの

このように、証券市場規制が、SECを通じた政府による規制と証券業界の団体による自主規制機関との二つの組織によってなされているということは、市場間競争の下での証券市場規制を考える上でどのような問題を持つのだろうか。

Lipton(一九八五)は、このようなSECの規制と自主規制という二つの規制の重複から生じる問題として、次の四つを指摘している。

(1) 自主規制機関とSECという二重の規制主体の間に明確な責任分担の指標がないため、何らかの規制上の問題が生じたときにどちらの規制主体がその問題にのり出すかが不明であつて、規制の一貫性を損ね、将来の規制の不確実性が増大するという問題を生んでいること。こうした事例の一つとして、NYSEが一九八二年に小口注文の自動執行システムとして、注文回送機能が十分でなく、したがつて最良執行の点で問題のあるR⁴と呼ばれるシステムを試験的に導入したものの、SECがその規則変更を認めなかつたことを挙げている。NYSEは取引量がきわめて大きいので、最良執行の点で問題のあるシステムが導入されることは、全米市場システムの理念に反すると判断したからである。しかし、NYSEの導入に先だって地方取引所がほぼ同様の自動執行システムを導入したことについてはSECはそれを黙認していたため、何がSECにとつて規制上の問題とみなされるかに関する一貫性がないという批判がなされた。

(2) 同様に、規制の責任分担が不明確であるため、問題が不適切な規制主体によつて処理される可能性があること。こうした事例としては、注文執行の店内化による取引所市場からの注文流出が問題化しているなかで、店頭市場と取引所市場の間に、気配値公開ルールと注文回送システムを導入する方向が示されたときのことを挙げ

ている。取引所は、注文回送システム導入によつて大手プローカーの店内化が一層進むことを懸念していたため、NASDとの間で調整がつかず、自主規制機関のイニシアチブでは店内化問題とITS導入問題の解決はしばらく前進がみられなかつた。この場合はイニシアチブをとるべきなのはこの問題に中立的な立場をとりうるSECであつたはずであると述べている。

(3) 規制主体間の責任分担の指標がないために、規制が非効率な形で行われる可能性があること。この点に関しては、SECスタッフの市場運営に関する実務的な知識が不十分であるために、気配値公開ルール導入時に混乱を招いたことを取り上げている。この場合は、ルールの専門的な部分については、自主規制機関が担当するべきであったとしている。

(4) SECと自主規制機関の双方に責任のある規制上の問題に関しては、総じて自主規制機関側が十分な責任をとらずにSECに任せてしまう傾向があること。とくに困難が予想されたりコストのかかる問題に関しては、途中で方針が変更されることをおそれてSECがイニシアチブをとるまで行動を起こさない」とも指摘している。

5 おわりに

証券市場における自主規制は、証券市場においては当事者による規制として効率的な規制を実現しており、今後もそのメリットが薄れるとはないと思われる。しかし、右にみたように、二重の規制主体があることがさまざまな問題を招く可能性は否定できない。特に、ATS規制に関しては、規制主体間の責任分担に恣意性が見られるために、市場間競争の下では、自主規制機関はその運営する市場の利益代表団体としての性格を強めてい

おり、SECは自主規制機関間の利害調整の役割を求められるようになつてゐるとの見方も可能である。すなわち、主要取引所、地方取引所、NASDなどの自主規制機関は、みずから組織内においては従来通り会員に対する自主規制を行うが、他の自主規制機関との関係上は、みずから市場の利益を代表する組織としての行動が目立つてきていると思われる。こうしたことも、いわば市場間競争の副作用として注意をはらう必要があるのではないだろうか。

(注)

- (1) SEC (1997)。なお、リリースの詳細については清水（一九九七）参照。
- (2) 三四年証券取引法の公聴会では、自主規制に対する政府の役割について「big stick」という言葉を用いて、政府の「二次的な立場を示している。
- (3) SECの役割の変化については北條（一九九三）a, b, cに詳しい。

(参考文献)

- 清水葉子（一九九七）「アメリカの代替的取引システムの規制について—SECのコンセプト・リリースより」『証研レポート』No.1498（一九九三年五月）
北條裕雄（一九九三）「証券規制におけるSECの役割」『証研レポート』No.1499（一九九三年六月）
——b（一九九三）「証券制度改正におけるSECの役割」『証研レポート』No.1499（一九九三年六月）
——c（一九九三）「一九八〇年代におけるSECの証券行政」『証研レポート』No.1500（一九九三年七月）

Lipton, David A. (1985) "GOVERNANCE OF OUR SECURITIES MARKETS AND THE FAILURE TO ALLOCATE

REGULATORY RESPONSIBILITY." *The Catholic University Law Review*

Seligman (1982) *Transformation of Wall Street*. North eastern University press

Securities and Exchange Commission (SEC) (1997) "Regulation of Exchanges." Release No.34-38672

公開価格決定と引受業者の機能

岡村 秀夫

1 はじめに

日本版ピッグバンによつて、従来の様々な競争制限的規制が緩和・撤廃されると、金融機関はその本質的機能の優劣によつて益々鮮明に勝者と敗者に分けられることになる。金融機関の重要な機能の一つが金融取引に関わる情報生産活動とリスク分担機能であり、証券会社については引受業務がその代表格である。しかし、証券会社の情報生産能力が最も試される場であるはずの新規公開市場においては、制度的要因から情報生産を行う余地は限られているとの指摘がある。

現行の公開価格決定方式では、新規公開株の公開価格決定に先だって公募・売出株式の一定割合が入札に付され、落札加重平均価格を基準としつつ「引受証券会社が入札状況、期間リスク、需要見通し等を総合的に勘案して、公開価格を決定する」こととされている。現実には、落札加重平均価格から平均的に数パーセント程度のディスカウントが行われた上で公開価格が決定されている。つまり発行条件の重要な要素である公開価格決定において、ディスカウント幅の設定という形での関与にとどまっている。⁽¹⁾

八九年四月の入札制度導入当初は、落札加重平均価格を機械的に公開価格として用いることとされ、引受証券会社が裁量を行う余地は全く存在しなかつた。当時はリクルートコスマス株問題が取り上げられていた時期もあり、引受証券会社の裁量の余地が株式公開制度の不透明性につながるという考えが多かつた。その後九〇年以

降の株式市場低迷の影響から、入札倍率が低下したり、中には入札未達になる例が出たり、あるいは初値が公開価格を下回る例が続出したことなどもあって公開延期が相次ぎ、九一年一二月から九二年四月まで新規公開市場は事実上閉鎖されていた。上記の問題をふまえて入札制度が見直されることとなり、九一年四月から入札上限価格撤廃と入札下限価格引き下げが実施され、そして九二年一二月からは公開価格決定に際して引受証券会社に一定の裁量が認められる現行制度が用いられるようになった。

そして、九六年一二月には初めての店頭特別銘柄としてエーティーエルシステムズとアクモスが新規公開し、公開価格決定方式には日本の新規公開では初めてのブックビルディング方式が採用された。また九七年三月には日本証券業協会から「株式公開制度の改善策—ブックビルディング方式の導入に関する要綱」が公表され、証券取引審議会総合部会でもブックビルディング方式導入に関する審議が進められている。⁽²⁾

今後、引受証券会社の役割が増大し、その情報生産能力が問われる方向に制度改革が進んでいくものと思われる。本稿では、まず引受業者の機能を整理した上で、現在の新規公開制度における位置づけを考察する。そして、九六年度店頭市場新規登録銘柄の分析から、公開価格決定において引受証券会社が果たしている機能を検討する。

2 引受業者の機能と新規公開における役割

本節では、金融取引において不可避である情報問題を軽減・解決するために金融仲介機関が果たしている機能、特に引受業者の経済的機能を整理し、次いで現行の新規公開制度との関係を検討する。

(1) 金融仲介機関の経済機能

一般に、金融取引において資金提供者と資金調達者の間には何らかの情報の非対称性（あるいは情報格差）が存在し、そのために円滑な資金の移動が困難となつて資源配分上の非効率性が発生する可能性がある。（銀行、証券会社などを含む広義の）金融仲介機関の重要な役割の一つに、金融取引に関する情報生産を行うことによつて情報問題を軽減・解消することが挙げられる。情報問題解消の便益が情報生産の費用を上回れば、金融仲介機関が経済的に存在する意義が生まれるのである。

もう少し具体的に述べると、金融取引における情報問題は、資金調達者が保有する投資計画の価値を評価することが（特に第三者にとって）困難であることに起因している。そして、評価が困難な投資計画から生み出されるキャッシュフローをもとにした資金の返済は不確実であると資金提供者は判断するだろう。その結果、資金提供者が非常に高いリスク・プレミアムを要求したり、あるいは全く資金を提供しなくなるために、経済的に価値のある投資計画が実行されないかも知れない。このような場合に、金融仲介機関が資金返済の確実性に関する情報を提供したり、あるいは金融取引に関わるリスクを情報生産活動に基づいて低コストで分担すれば、より円滑に資金の移動が行われるかもしれない。

各種の金融仲介機関は金融取引の形態に応じて様々な形で情報生産活動を行う。次に、企業が新規公開を行つ際の特徴をふまえて引受業者が果たしている経済機能を整理していく。

(2) 引受業者の経済機能

引受業務は、「発行計画の立案 (originating)」、「リスクの引受 (underwriting)」、「分売 (distributing)」

に大別される。⁽³⁾ 特に前二者は、発行企業についての企業価値評価、および発行企業に対する投資家の反応の評価と、いう二点に密接に関係している。

まず、引受業者は企業と投資家の間での株式発行という形態の金融取引に必要な情報の生産・仲介を行つてゐる。投資家に対しては発行企業の企業価値を正確に評価して伝達し、そして投資家からはどのように企業価値を評価しているかという反応を得る。また発行企業からは企業価値を評価するためには必要な情報を得る一方で、投資家の反応を発行企業に伝達する。いわば、引受業者は企業価値に関する情報と投資家の反応に関する情報の生産者・媒介者の役割を果たしているのである。

さらに、引受業者は上記の情報を用いて、発行計画の立案ならびにリスクの引受を行う。公開価格・発行数量の決定に際しては、より良い条件で発行するためには企業価値に関する正確な情報が必要であるし、引受に伴う売れ残りリスクを最小限にとどめるには投資家の反応を的確に評価することが必要である。

以上のような引受業務における情報生産活動は、株式というハイリスク・ハイリターンの証券を不特定多数の投資家に販売するという、株式発行による資金調達の特徴を反映している。株式の価値は預金等と比べて大きなリスクにさらされている。そして、銀行融資のような一対一の相対型の金融取引と異なり、一つの発行企業と多数の投資家の間の金融取引であるため投資家の評価・反応を発行企業が十分に把握することは困難である。そのため、投資家の側は発行企業の企業価値情報を引受業者が伝達してくれることを求めるであろうし、発行企業の側は投資家の反応次第では十分な資金を調達することができないという資金調達リスクを軽減することを引受業者に求めるであろう。

このように、引受業務における情報生産活動とリスク分担機能は、株式発行による資金調達において本来重要な役割を果たすものである。しかし、現行の新規公開制度において引受証券会社は限定的な役割しか期待されない。以下では、日本の新規公開制度における引受業者の役割について検討していく。

(3) 現行新規公開制度の問題点と引受業者の役割

八九年の入札制度導入当初は、入札の落札加重平均価格を機械的に公開価格として用いることとされていた。いうなれば、引受業者本来の情報生産活動を行うことは期待されておらず、企業価値の評価は投資家に委ねられていた。つまり、引受に関する事務、公関株の販売、売れ残りリスクの分担が主要な業務だつたと言える。その後変更された現行の新規公開制度においては、(ブラックビルディング方式が採用されている店頭特別銘柄を除いて)公開株式数の半数以上を一般投資家が参加する競争入札に付し、落札価格を参考にして引受証券会社が入札状況、期間リスク、需要見通しなどを「総合的に勘案して」、公開価格を決定することとなつてている。また、入札上限株数は一〇〇〇株から五〇〇〇株の範囲(多くの場合一〇〇〇株)、入札申込回数は年四回までの制限がある。そのため、現行制度の問題点としては、入札上限株数および入札申込回数の制限のために企業評価能力が相対的に高い機関投資家等の参加が事実上排除されていること、そして一般投資家を中心に入札が行われるために落札結果に基づいた公開価格が企業価値から見て過大に決定されやすいこと、の二点が指摘されている。だが、機関投資家等の評価が入札結果に反映されにくい点は認めるにしても、制度的には引受証券会社の裁量を認めた現行制度の枠内では「適正な」公開価格を決定できないのだろうか。

入札制度導入時の経緯を振り返ると、当時は新規公開制度の問題点として「公開価格決定方式」および「新規公開株の配分ルール」に関する不透明性が挙げられていた。公開価格決定方式についての批判は、公開価格で新

規公開株を入手して初値で売却すれば非常に大きな収益が得られる点に向けられていた。つまり、(公開後の流通市場での株価が効率的に決定されているなら) 公開価格が企業価値から過小に評価されていることが問題であったと考えられる。そのため公開価格決定方式に関しては、入札結果に引受会社が修正を加える現行方式であつても、ブックビルディング方式であつても、引受証券会社に十分な情報生産能力があれば結果的に大差はないものと思われる。一方、新規公開株の配分に関しては、入札による配分は公正性が高いものの、非合理的な行動をとる投資家の比率が高ければ公開後の価格形成に歪みが生じる可能性がある。従つて、現行制度の問題点を指摘するのであれば、議論の焦点を新規公開株の配分ルールに当てる方が望ましいだろう。

3 一九九六年度店頭市場新規登録銘柄の状況

本節では、まず一九九六年度の店頭市場新規登録銘柄の状況について概観する。次いで現行の公開価格決定方式において引受証券会社が行つた裁量(情報生産活動)の結果と考えられる落札加重平均価格から公開価格へのディスカウント率の決定要因を分析し、引受証券会社がどのような情報をもとに公開価格を決定しているか検討する。

(1) 一九九六年度の店頭市場新規登録銘柄の状況

一九九六年度の店頭市場新規登録銘柄は一一社であり、登録会社数は合計七六二社、登録管理会社数は合計一七社となつてゐる。九四年度の一四社、九五年度の一七社に引き続き三年連続で一〇〇社を越える高水準の登録数となつた。また、一九九六年度新規登録一四社の内、一二月に登録したエーティー・エルシステムズとアクモスは初の店頭特別銘柄であり、日本の新規公開株では初めてブックビルディング方式によつて公開価格が決定され

た。

店頭特別銘柄二社と新規登録管理会社一社を除く計一〇七社に関する主なデータをまとめると表1のようになる。(表1参照)

会社設立から新規登録までの平均年数は一八年余りとなつており、数値だけを見ると日本の店頭市場は、NASDAQなどと比べて、やや成熟した印象を受ける。ただ、最も速い企業では公開まで五年となつてゐる。

財務指標について見ると、配当性向の平均は一八%、株主資本利益率(ROE)の平均は一三%余りとなつてゐる。特に、ROEについて言えば、多くの大企業が一〇%未満であることに比べて高い数字であると考えられる。

次に、株価に関するデータを見ると、入札の平均倍率は四・四倍であり、最大はフエロー・テックの一倍であつたのに対して最小は今仙電機製作所の一・一倍となつておらず、投資家の注目度は企業ごとに大きく異なつてゐる。落札加重平均価格から公開価格までのディスカウント率は平均で九・一%、最大で一八・一%、最小で〇%となつてい

表1 96年度店頭市場新規登録銘柄(サンプル数: 107)

	平均	中央値	標準偏差	最小値	最大値
営業年数	28.0	26	12.4	5	57
配当性向(%)	18.0	15.4	16.6	0	157.6
株主資本利益率(ROE)(%)	13.1	10.3	11.4	1.6	88.4
入札倍率	4.4	4.5	1.9	1.1	11
ディスカウント率(%) (注1)	9.1	9.2	4.9	0	18.1
初期收益率(%) (注2)	15.1	11.5	17.0	-11.6	98.5
初期收益率2(%) (注3)	4.7	1.1	15.2	-23.1	70.7

「商事法務」増資白書号、「証券業報」より作成

(注1) (ディスカウント率)=(落札加重平均価格)-(公開価格)/(落札加重平均価格)

(注2) (初期收益率)=(初値)-(公開価格)/(公開価格)

(注3) (初期收益率2)=(初値)-(落札加重平均価格)/(落札加重平均価格)

る。そして、公開価格から初値までの値上がり率である初期収益率は平均で一五・一%となつており、依然新規公開株を手に入れれば比較的高い収益を短期間であげることが可能である。ただし、初期収益率の最小値はマイナス一一・六%、初値が公開価格を割り込んだものは七銘柄であり、どの銘柄を購入しても必ず収益があげられるというわけではない。一方、初期収益率の最大値は九八・五%となつており、公開価格から初値まで約二倍近い値上がりとなっている。最後に、落札加重平均価格（九二年一二月以前はそのまま公開価格とされていた）から初値までの値上がり率（表1では初期収益率2となつていて）について計測したところ、平均で四・七%、最大で七〇・七%、最小でマイナス二三・一%となつていて。初期収益率との数値の差は、公開価格決定に際して行われるディスカウントの影響である。

次にこれらのデータを用いて、九六年度の店頭市場新規登録銘柄について、公開価格決定に際して引受証券会社が行う落札加重平均価格からのディスカウント率の決定要因を分析する。

(2) ディスカウント率の決定要因

落札加重平均価格から平均九・一%のディスカウントを行つて公開価格を決定している効果が、初値が公開価格を割り込む銘柄数に現れている。先に述べたように、初値が公開価格を下回つたものは七銘柄であったが、初値が落札加重平均価格を下回つたものは四五銘柄に上る。これは九六年度新規登録銘柄数の四割以上に上り、引受証券会社によるディスカウントが行われなければ、多くの投資家が損失を被つていた可能性がある。⁽⁴⁾

それでは、引受証券会社はどのような情報を元にディスカウントを行つていいのだろうか。表2はディスカウント率の決定要因を推計したものであるが、入札倍率および上昇率（入札下限価格から落札加重平均価格までの

上昇率）の係数が統計的にみて有意な結果となつていて。推計結果から、引受証券会社は入札倍率が高かつたり、入札下限価格から落札加重平均価格までの上昇率が高かつた場合には、落札加重平均価格から公開価格へのディスカウント幅を大きくしていることが分かる。つまり、引受証券会社は入札の過熱状況を見て、公開価格が過大評価とならないようディスカウント幅を決定していると考えられる。いわば、引受証券会社は投資家の反応というマーケティング情報の生産に注力しているのかもしれない。一方、配当性向やROEなどの財務指標については、この推計結果ではディスカウント幅の決定に影響を与えていないことが示されている。ただ、財務指標に関しては収益力の成長性などの要因が含まれていないため、今後さらに検討する必要があるだろう。

4 さいごに

表2：ディスカウント率の決定要因
 (次式を最小2乗法で推定)

$$(ディスカウント率)=(定数項)+b1*(営業年数)+b2*(配当性向)+b3(ROE)+b4*(総発行済株式数)+b5*(公募・売出株式数/総発行済株式数)+b6*(入札株式数/総発行済株式数)+b7*(入札倍率)+b8*(上昇率)$$

	定数項	営業年数	配当性向	ROE	総発行済株式数	公募・売出株式数/総発行済株式数	入札株式数/総発行済株式数	入札倍数	上昇率
係数推定値	0.016	0.18*10 ⁴	0.016	-0.015	-0.83*10 ⁶	0.13*10 ⁴	0.043	0.011	0.018
t 値	0.5	0.05	0.068	-0.39	-1.34	1.02	0.24	4.69***	3.2***

(*** : 1%水準で有意)
 (注) (上昇率)=〔(落札加重平均価格)-(入札下限価格)〕/(入札下限価格)

本稿では、引受業者の機能および新規公開制度との関連を考察してきた。現行の新規公開制度については、入札制度における価格形成の問題点が指摘され、解決策としてブックビルディング方式の導入が提唱されている。ただ、公開価格決定の現状をみると、引受証券会社が情報生産活動を行う余地は制限されているものの、落札加重平均価格から入札結果に基づいて引受証券会

社が修正を行う現行方式は、個人投資家中心の新規公開市場という枠組みの中では一定の機能を果たしていると考えられる。公開後の価格形成に問題点があると考へるなら、新規公開市場への参加者の構成にまず基準を当るべきかもしれない。入札制度を維持する場合でも、機関投資家が参加しやすく、機関投資家の評価が反映されやすいなら、公開価格はより適切な水準に決定されるであろう。

ブックビルディング方式が導入される場合、新規公開市場は機関投資家中心の市場になる可能性が高いが、公開価格決定適正化の名の下に一部の機関投資家のみが参加する市場とならないよう注意する必要がある。おそらく、価格決定の透明性および新規公開株配分の公正性という点で、ブックビルディング方式は入札方式に比べて劣っており、透明性・公正性に対する疑念がもたれれば新規公開市場への信頼が大きく揺らぐことだろう。たとえ公開価格の水準が適正であっても、市場そのものへの信頼がなければ優れた資金調達・運用の場として存続しない。また、発行価格決定にブックビルディング方式が導入されている社債市場において、必ずしもブックビルディングが投資家の評価や需要を汲み取っていないとの指摘にも留意する必要がある。ブックビルディング方式導入の際には、新規公開企業の企業価値評価という金融仲介機関としての情報生産能力の真価が問われるだけでなく、公正な市場の運営者として引受証券会社の責務が大きく問われる」とにならう。

(注)

- (1) もちろん、ディスクOUNT幅の設定という形で公開価格を相当の数量をもつて決定であるが、あくまで基準は入札結果に基づくところで引受証券会社が選手である余地は限定されているとも考えられる。
- (2) 「証券業法」平成九年四月号、五月号参照。
- (3) 詳しくは首藤[一九八七]、首藤・松浦・米澤[一九九六]などを参照。
- (4) 公開後の流通市場が効率的なら、初値は公開価格決定方式に依存しないと考えられる。

〈参考文献〉

- 伊藤元重・西村和雄編[一九八九]『応用マクロ経済学』、東京大学出版会
貝塚詔明・池尾和人編[一九九一]『シリーズ現代金融』、「金融理論と制度改革」、有斐閣
首藤恵[一九八七]「日本の証券業—組織と競争」、東洋経済新報社
首藤恵・松浦克巳・米澤康博[一九九六]「日本の企業金融」、東洋経済新報社
福田充男・芹田敏夫[一九九五]「日本の新規株式公開市場に関する実証分析」、「証券アナリストジャーナル」、一九九五年三月、111-1回ペー
- Baron, D.P.[1982]. "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues". *Journal of Finance* 37. pp.95-976
- Benveniste, L. M. and P. A. Spindt[1989]. "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues". *Journal of Financial Economics* 24. pp.343-361
- Ritter, J.[1987]. "The Cost of Going Public", *Journal of Financial Economics* 19. pp.269-281
- Rock, K.[1986]. "Why New Issues are Underpriced?". *Journal of Financial Economics* 15. pp.187-212